



Manual sobre el proceso de estructuración y listamiento de Exchange Trade Funds (ETFs) de deuda soberana en el mercado de valores

Presidencia Pro Tempore de México 2022



Grupo de Trabajo de
Integración Financiera
Consejo de Ministros de Finanzas





MANUAL SOBRE EL PROCESO DE ESTRUCTURACIÓN Y LISTAMIENTO DE EXCHANGE TRADE FUNDS (ETFs) DE DEUDA SOBERANA EN EL MERCADO DE VALORES

El desarrollo de este manual se deriva de las sesiones con especialistas que participaron en el taller sobre el proceso de estructuración y listamiento de ETFs de deuda soberana en el mercado de valores, que se llevó a cabo en el marco del Grupo de Trabajo de Integración Financiera (GT-IF) de la Alianza del Pacífico (AP), bajo la Presidencia Pro-Témpore de México 2022.

Cabe destacar que los datos, cifras y aseveraciones indicados en este manual, tienen como fuente de información las exposiciones realizadas por los ponentes durante el taller mencionado previamente. Por lo anterior, ésta no ha sido modificada durante la elaboración de este documento.



Índice

Listado de Acrónimos	1
Introducción	2
Objetivo	3
Aportación del Taller a los trabajos del GT-IF AP	3
Bloque 1: Estructuración, Constitución y Registro	4
1ª sesión - Módulo 1: Estructura General	5
Presentación de Nicolás Gómez, Gerente de ETFs y Estrategias Indizadas para América Latina de Blackrock.	5
Presentación de Daniela Fajardo, Responsable de Servicios de ETFs en Scotiabank.	7
2ª sesión - Módulo 2: Estructura Legal	9
Presentación de Eduardo Flores, socio de Creel, García-Cuéllar, Aiza y Enríquez.	9
Presentación de Manuel Quinche y Cristina Stiefken de Cuatrecasas.	10
Presentación de Manuel Quinche, socio de Cuatrecasas.	10
Presentación de Cristina Stiefken, Directora de impuestos de Cuatrecasas.	11
3ª sesión - Módulo 3: Listamiento y Mantenimiento	13
Presentación de Juan Olivo, Director de Promoción y Emisoras del Grupo Bolsa Mexicana de Valores.	13
4ª sesión - Módulo 4: Estructura Tributaria	16
Presentación de Jorge Correa, socio de Creel, García-Cuéllar, Aiza y Enríquez.	16
Bloque 2: Construcción del Índice y Administración de la Cartera	19
5ª sesión - Módulo 1: Construcción del Índice	20
Presentación de Manuel González, Director del Cono Norte de América Latina en S&P Dow Jones Índices.	20
6ª sesión - Módulo 2: Construcción del Índice	24
Presentación de Adriana Rangel, Directora de Segmento Institucional para Vanguard Internacional-LATAM.	24
7ª sesión - Módulo 3: Estructuración ASG	28
Presentación de Daniel Gracian, Director de Finanzas Sostenibles para América Latina en Scotiabank.	28
Presentación de Daniela Fajardo, Responsable de Servicios de ETFs en Scotiabank.	32
Bloque 3: Mercado ESG	36
8ª sesión - Módulo 1: Estructuración ASG	37
Presentación de Julio Mariscal, Director Ejecutivo de Mercados de Capital-Deuda en Latinoamérica en Natixis.	37
Thatyanne Gasparotto, Directora de Finanzas Sustentables en Natixis.	37



Anexos: Preguntas y Respuesta de las Sesiones del Taller	40
Bloque 1: Estructuración, Constitución y Registro	41
Anexo A - Módulo 1: Estructura General	41
Anexo B - Módulo 2: Estructura Legal	47
Anexo C - Módulo 3: Registro, Listamiento y Mantenimiento	50
Anexo D - Módulo 4: Estructura Tributaria	56
Bloque 2: Construcción del Índice y Administración de la Cartera	57
Anexo E - Módulo 1: Construcción del Índice	57
Anexo F - Módulo 2: Administración de Inversiones	61
Anexo G - Módulo 3: Estructuración ASG	64
Bloque 3: Mercado ESG	66
Anexo H - Módulo 1: Mercados Sustentables	66
Casos Prácticos expuestos por los Países Miembros	70
Anexo I – Caso Chile	71
Anexo J - Caso Colombia (SFC – MHCP)	72
Anexo K - Caso México	73
Anexo L - Caso Perú	74



Listado de Acrónimos

AP.- Alianza del Pacífico

BMV.- Bolsa Mexicana de Valores

CNBV.- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México)

DICI.- Documento de Información Clave para la Inversión (México)

ESG.- Acrónimo en inglés referente a criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG siglas en español)

ESGMEX.- ETF para inversionistas SG (México)

ETF.- Acrónimo en inglés referente a Exchange Trade Funds

FI.- Fondo de Inversión

FIBRAs.- Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces

FMV.- Fondos Mutuos de Inversión en Valores (Perú)

GT-IF.- Grupo de Trabajo de Integración Financiera

INDEVAL.- Instituto para el Depósito de Valores (México)

IPC.- Índice de Precios y Cotizaciones (México)

IPO.- Acrónimo en inglés referente a Initial Public Offer, en español Oferta Pública Inicial

IOSCO.- Acrónimo en inglés referente a la Organización Internacional de Comisiones de Valores

LISR.- Ley del Impuesto sobre la Renta (México)

MILA.- Mercado Integrado Latinoamericano.

NAFTRAC.- ETF emitido por Nacional Financiera (México)

RMF.- Resolución de Miscelánea Fiscal

RNV.- Registro Nacional de Valores

SAT.- Sistema de Administración Tributaria (México)

SHCP.- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (México)

SIC.- Sistema Internacional de Cotizaciones

SPIVA.- S&P Indices Versus Active

TRAC.- Título Referenciado de Acción



Introducción

El 28 de abril de 2011 se crea la Alianza del Pacífico (AP), a través de la 'Declaración de Lima'. Este mecanismo de integración regional está constituido por Chile, Colombia, México y Perú, y tiene como finalidad impulsar un mayor crecimiento económico, social y competitivo en los países miembros, a través de la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas, considerando el desarrollo y el libre comercio como cimientos de oportunidades para su crecimiento.

En el marco de los trabajos desarrollados en la AP, en materia de integración financiera, en mayo de 2011, se generó una integración bursátil transnacional de las Bolsas de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, con la puesta en marcha del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). La Bolsa Mexicana de Valores se integró más tarde, en diciembre de 2014.

El MILA tiene como objetivo desarrollar el mercado de capitales para dar a los inversionistas una mayor oferta de valores, emisores, así como fuentes de financiamiento con mayor alcance.

A fin de continuar con la integración de los mercados bursátiles en el marco de la AP, el 2 de diciembre de 2011 se firmó la Declaración de Apoyo y Coordinación de las Autoridades de la Alianza del Pacífico, suscrita por la Superintendencia de Valores y Seguros de la República de Chile, la Superintendencia Financiera de la República de Colombia, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de los Estados Unidos Mexicanos y la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Perú. En esta Declaración, dichas autoridades se comprometieron a apoyar el desarrollo de los modelos de integración de los mercados bursátiles.

En el Consejo de Ministros de Finanzas de la AP, se creó el Grupo de Trabajo de Integración Financiera (GT-IF), entre cuyos objetivos está el lograr el reconocimiento mutuo de emisores y ampliación de instrumentos financieros y mecanismos de negociación en el MILA y en otras plataformas.

Este año (2022), en el marco de las actividades de la Presidencia Pro-Témpore de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) manifestó la intención de coordinar la impartición de un Taller sobre el proceso de estructuración y listamiento de ETFs. Esta propuesta se generó después de haber realizado un diagnóstico inicial con base en una encuesta aplicada a los países miembros, que incluía una serie de preguntas enmarcadas en el ámbito de los ETFs. Lo anterior, dio lugar a los trabajos para diseñar un taller con 4 bloques temáticos: 3 teóricos y 1 práctico.

En el Taller se desarrollaron 10 Sesiones: 8 teóricas y 2 prácticas. Para las primeras 8 sesiones, se coordinaron agendas para contar con la participación de ponentes internacionales de reconocida experiencia profesional que enriquecieron con sus conocimientos, sus experiencias y sus enfoques interdisciplinarios cada una de sus exposiciones.

Durante las sesiones prácticas, que fueron las últimas dos, se presentaron los casos de los países miembros, usando los elementos del Taller. Adicionalmente, el documento cuenta con un apartado final de anexos, donde se incluye la transcripción de las preguntas y respuestas de cada sesión.

El Manual es una herramienta que servirá a los funcionarios del GT-IF, como un documento de referencia para profundizar sobre el proceso de estructuración y listamiento de un ETF. Para facilitar la consulta y lectura del documento, éste fue organizado por bloques temáticos, similar a la impartición del Taller.



Objetivo

El desarrollo del Taller organizado en el marco de las actividades del GT-IF de la AP, en torno al proceso de estructuración y listamiento de ETFs de deuda soberana en el mercado de valores, permitirá:

- Facilitar a las autoridades pertinentes de los países miembros que tienen intenciones de emitir este tipo de instrumentos, el acercamiento con las fases y los actores relevantes del proceso de estructuración.
- Proveer información para entender el tamaño del mercado potencial para ETFs soberanos y cuasi soberanos en la región, el potencial incremento en la base de inversionistas y las características de la demanda.
- Generar un espacio de discusión y atención sobre los retos relacionados con la integración regional, a través de la estructuración de instrumentos de inversión multi-activo (mezcla de divisas y/o el listamiento múltiple).

Aportación del Taller a los trabajos del GT-IF AP

El Taller y el presente manual pretenden ser una aportación para el desarrollo y gestión del conocimiento para quienes participaron en el mismo, ya que establecen las bases para que todos los países miembros de la AP tengan la capacidad de estructurar y listar ETFs, con el objetivo de que todos puedan acceder a estar listados en el MILA.

La revisión y el diálogo sobre las distintas etapas del diseño y estructuración de estos productos, permitirá generar un entendimiento de las características, preferencias y potencial del mercado que representan los países de la AP, y cómo se reflejan en el diseño de los ETFs.

La emisión de ETFs soberanos y cuasi soberanos diseñados, estructurados y patrocinados por los gobiernos miembros de la AP, les permitiría acceder a inversionistas de la región y extranjeros con apetito a los riesgos de crédito, pero sin tener exposición al riesgo de tasa y/o tipo de cambio de la región, ampliando así de manera inmediata su base de inversionistas.

Tomando en cuenta que los ETFs tienen una mayor presencia en mercados desarrollados del hemisferio norte, estos instrumentos de capital son considerados de vanguardia¹ y son una buena alternativa para invertir en países emergentes estables, resilientes y fiscalmente responsables como los pertenecientes a la AP. Otro beneficio importante es que estos instrumentos brindan liquidez a los mercados locales.

Es importante resaltar, que el desarrollo y listamiento cruzado de estos productos entre la región permitiría en el corto y mediano plazo:

1. Tener acceso a las bolsas de liquidez de las Tesorerías Nacionales, Fondos de Pensiones Públicos y Bancos de Desarrollo, a través de la modificación de los regímenes de inversión de los Sectores Públicos.
2. Dar acceso a los pequeños inversionistas a los beneficios de invertir en este tipo de instrumentos, por medio de su incorporación a plataformas digitales.

¹ Puede consultarse: Liebi L. (2021). *The effect of ETFs on financial markets: a literature review. Financial Markets and Portfolio Management*, 34(2), 165-178.



Bloque 1: Estructuración, Constitución y Registro



1ª sesión - Módulo 1: Estructura General

1ª Sesión: 10 de junio de 2022

Presentación de Nicolás Gómez, Gerente de ETFs y Estrategias Indizadas para América Latina de Blackrock.

- I) La historia de los ETFs
- II) Principales tendencias
 - i. Renta fija (mercado de deuda)
 - ii. Temáticos: la sustentabilidad
- III) Panorama para América Latina

I) La historia de los ETF

Los ETFs han revolucionado el sistema de inversión en bolsa a nivel mundial, debido a su simplicidad, bajos costos de exposición y liquidez. Estos instrumentos son una canasta donde se ingresan acciones, bonos o materias primas y operan como valores en bolsa, pero con mayor transparencia. El interés por este instrumento ha ido aumentando, por ejemplo, mientras que la industria de gestión de activos creció el año pasado 4%, los ETFs aumentaron un 23%.

El creciente interés se debe a dos atributos principales: el bajo costo y la liquidez. El primero debido a que es más barato comprar una canasta de instrumentos que hacerlo de forma individual. Mientras que el segundo atributo se refleja en el *BID/ASK spread*², que es la diferencia entre las intenciones de compra y venta en el mercado. Los ETFs tienen más liquidez que sus subyacentes, dado que es la suma de la liquidez de éstos y de la que opera en el mercado secundario. Sin embargo, cuando se crea un ETF, solo posee la liquidez de sus subyacentes, volviéndolo menos atractivo.

II) Principales tendencias

1.1.1 Mercado de renta fija o deuda

Los ETFs llevan el mundo de renta fija al de capital, pero de una forma más transparente. Sin embargo, es importante contemplar sus costos de operación, dado que pueden perjudicar el rendimiento total para el inversionista si la comisión del instrumento aumenta.

Los ETFs de deuda han aumentado 33% al año, pero, tienen un mayor margen de crecimiento, dado que el 10.7% del mercado de renta variable de Estados Unidos está invertido por medio de ETFs, mientras que los ETFs de deuda son apenas el 2.4% del mercado de deuda. Aunado a los elementos de transparencia y liquidez, los ETFs de renta fija tienen eficiencia operativa y aportan un portafolio diversificado.

1.1.2 Temáticos: Sustentabilidad

En años pasados se pensaba en la sustentabilidad como un tema de valores y principios a la hora de invertir. La narrativa cambió hacia la reducción de riesgos asociados a factores climáticos, de gobernanza, y sociales; y hoy en día se enfoca en los mejores rendimientos a largo y mediano plazo.

² Ver presentación, lámina 8.



Actualmente, se observa que los mercados financieros se dirigen hacia este tipo de criterios, esto es, a mayor exposición ESG³, se experimenta un mejor desempeño. De esta manera, el pensamiento en el desarrollo de productos ESG tiene 4 pilares:

- *Aware* (Consiente): que consiste en optimización de índices de capitalización que se enfocan únicamente en criterios ESG;
- *Screened* (Examinado): filtros que quitan algunos valores por no corresponder a criterios definidos;
- *Leaders* (Líder): se toman en cuenta únicamente los que cumplen con ciertos criterios y;
- *Advanced* (Avanzado): una combinación de *Screened* + *Leaders*.

En Europa, es más común que se utilicen los pilares: Examinado y Líder, mientras que, en Estados Unidos se enfatiza más en el pilar de Consiente.

III) Panorama para América Latina

La industria de ETFs en el mundo es de poco más de 10 mil billones de dólares, pero en Latinoamérica solo hay 15 billones, por lo que es uno de los mercados más pequeños.

Una posible explicación, está relacionada con una mayor liquidez de acciones individuales en el mercado que el de los ETFs. Esto se debe a que los ETFs no son suficientemente líquidos en mercados como América Latina y por ello, un inversionista institucional prefiere comprar mucho más rápido en la bolsa que una canasta de ETFs. De igual forma, un gran problema en Latinoamérica, es que no existe un mercado *retail* o minorista que compre ETFs con suficiente profundidad y liquidez. Por una parte, esto se puede explicar por la falta de sofisticación, conocimiento, educación en el mismo mercado que invierte en el mundo de ETFs y, por otra, la integración vertical que tienen los bancos en Latinoamérica, debido a que son dueños de la distribución y venden los productos más redituables para sus balances, mientras que los ETFs, con sus bajos costos, son más complicados de monetizar.

Sin embargo, por todos los atributos mencionados a lo largo de este texto, los ETFs son los instrumentos preferidos por los inversionistas en Latinoamérica para concretar posiciones en activos internacionales, más que locales.

³ ESG es el acrónimo en inglés de Environmental, Social and Governance.



Presentación de Daniela Fajardo, Responsable de Servicios de ETFs en Scotiabank.

- I) Definición y ventajas de los ETFs
- II) Mecanismo de un ETF
- III) Importancia del formador de mercado
- IV) Determinación del precio de un ETF
- V) Conclusiones

I) Definición y ventajas de los ETFs

Un ETF es una canasta de valores que ofrece un acceso diversificado a una estrategia o área específica del mercado. Los ETFs pueden invertir en varios tipos de activos, incluyendo acciones nacionales o internacionales, bonos gubernamentales o corporativos, materias primas o hasta criptomonedas. Por la estructura y flexibilidad que poseen, su base de inversionistas es amplia, desde personas físicas hasta bancos centrales.

Los principales competidores de los ETF son los fondos de inversión. Las diferencias entre ellos se pueden apreciar comparando los siguientes elementos: cotización en bolsa, precio, liquidez, transparencia, gestión de efectivo, creación y canje de acciones, más costos.

Los inversionistas de ETFs se pueden beneficiar de las siguientes características:

- 1) Costos de gestión bajos
- 2) Liquidez y flexibilidad de operación
- 3) Transparencia
- 4) Diversificación y manejo de riesgo
- 5) Asignación de activos y simplicidad de rebalanceo en el portafolio
- 6) Acceso a activos y estrategias “alternativas” y
- 7) Eficiencia de impuestos dependiendo de la jurisdicción en la que se encuentre el ETF y el inversionista.

II) Mecanismo de un ETF

Existen dos perfiles de participantes que son esenciales para el ecosistema de los ETFs: los participantes autorizados, que son distribuidores elegidos por el emisor del ETF para crear y canjear las acciones o valores por ETFs, y los formadores de mercado, los cuales crean liquidez del ETF en el mercado secundario.

Los formadores de mercado toman la posición contraria de algún inversionista, esto es importante porque los costos de operación, de transacción y de mercado se asumen por los formadores de mercado, y se trasladan a los inversionistas. El ETF no absorbe estos costos y por eso es más eficiente en impuestos y más barato que un fondo de inversión.

El mecanismo de creación y canje de los ETFs es crucial para el ecosistema porque permite que el ETF crezca a la hora que entren nuevos inversionistas al fondo y que los formadores de mercado puedan tomar ambas partes del mercado sin arriesgar su capital, y asegurarse que el precio del mercado secundario del ETF esté en línea con el valor total del fondo. Este mecanismo se puede observar en el ejemplo de compra de un ETF⁴.

El mecanismo de creación y canje también alimenta la liquidez de los ETFs. La liquidez es la suma de la que da el mercado subyacente (mercado primario) y la generada por la operación entre inversionistas (mercado secundario).

⁴ Ver presentación, lámina 5.



III) Importancia del Formador de Mercado

Conociendo la estructura y el funcionamiento de un ETF, es importante recalcar la importancia de los formadores de mercado, que son la contraparte para la mayoría de los inversionistas. Esto significa que dan la cara por parte del emisor para operar en el mercado con ellos, ya que es la única parte que el emisor no puede controlar. La reputación tanto de los emisores como del ecosistema de ETFs depende en los formadores de mercado.

El formador de mercado asume los costos de operación y de mercado, contribuyendo a que no sean absorbidos por el ETF, esto es, el costo va transferido solamente al inversionista que compra y vende el instrumento. Además, establece los precios *BID/ASK* del ETF.

IV) Determinación del precio de un ETF

El precio de un ETF se determina estimando el valor del portafolio subyacente ajustado por varios riesgos y costos:

$$\text{ETF } \textit{BID/ASK} = \textit{BID/ASK} \text{ del activo subyacente} + \text{Ajuste por incertidumbre} + \text{Ajuste por costos de cobertura}$$

Grandes cantidades pueden operar con un diferencial de *BID/ASK* muy estrecho cuando el ETF se conforma de instrumentos altamente líquidos.

V) Conclusiones⁵

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadores:

Roberto Lazzeri (SHCP)/ Paula Espinosa (SHCP)/ Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositores:

Nicolás Gómez/Daniela Fajardo.

⁵ Ver presentación, lámina 7.



2ª sesión - Módulo 2: Estructura Legal

2ª Sesión: 24 de junio de 2022

Presentación de Eduardo Flores, socio de Creel, García-Cuéllar, Aiza y Enríquez.

Caso México: Certificados bursátiles fiduciarios indizados (ETFs por sus siglas en inglés)

- I) Concepto y principales características
- II) Estructura típica y Operación
- III) Régimen Fiscal

I) Concepto y principales características

Los ETFs son valores emitidos por un fideicomiso, mediante una oferta pública en México, cuyo objetivo es ofrecer instrumentos de inversión que tienden a generar, antes de gastos, rendimientos similares al de su índice de referencia. Los participantes son: Fiduciario, Administrador de Inversiones, Participante Autorizado⁶, Representante Común y Tenedores.

La emisión de ETFs, al ser mediante oferta pública, deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV), a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), y listados en la bolsa de valores. En México tenemos 2 bolsas y el proceso de emisión⁷ ante el regulador mexicano, es similar en todos los países en donde se presenta un prospecto.

Los ETFs se negocian como cualquier otro valor, específicamente, en México son considerados valores de capitales, o *equity*. Dentro de la sesión de remate pueden ser vendidos en operaciones de corto (venta del activo) o largo (compra del activo). Además, cotizan intradía y las operaciones se realizan durante la jornada bursátil, propiciando así una gran liquidez, la cual viene de 2 fuentes distintas. La primera es la liquidez tradicional, medida por el volumen de negociación del ETF en el mercado secundario y la segunda es la liquidez generada por la negociación de los valores subyacentes del respectivo ETF.

Los certificados pueden ser utilizados para el diseño de carteras de inversión basadas en expectativas o cobertura del inversionista, tanto para mercados al alza como a la baja⁸.

II) Estructura Típica y Operación

Estructura Típica (Certificados Bursátiles Fiduciario Indizados)⁹.

El esquema de operación es: 1) presentación de órdenes; 2) confirmación de órdenes; 3) entrega de canasta y 4) entrega de certificados.

III) Régimen fiscal

El régimen fiscal varía cuando el ETF está basado en acciones, o valores que se consideran de capitales, como cuando está invertido en valores de deuda.

⁶ Ver módulo, 1.

⁷ Ver lámina 2 de la presentación.

⁸ También conocidos como mercados *Bull* y *Bear*, respectivamente.

⁹ Ver presentación, lámina 4



Por un lado, los ETFs de capital, son fideicomisos transparentes para efectos fiscales, es decir, el fideicomiso no paga impuesto sobre la renta (ISR), sino que es responsabilidad de cada inversionista pagar impuestos a la tasa que le corresponda. Sin embargo, el fiduciario tiene la obligación de entregar a los participantes autorizados, toda la información que sea necesaria para el cálculo de impuestos que tienen que pagar los inversionistas. En México hay una peculiaridad, que son las FIBRAs (Fideicomisos Inmobiliarios), dado que tienen su propio régimen fiscal.

Por otro lado, ETFs de deuda poseen un régimen muy similar, con algunos detalles que los diferencian. El 97% del patrimonio debe estar invertido en valores de deuda emitidos por el Gobierno Federal, por el Banco de México o por sociedades mexicanas cuyos títulos estén listados en una bolsa de valores en México y replicar el rendimiento que se obtendría mediante índices de deuda o de rendimiento diario del tipo de cambio.

Presentación de Manuel Quinche y Cristina Stiefken de Cuatrecasas.

Caso Colombia

- I) Explicación de los ETFs en Colombia
 - i. ¿Qué son y dónde se regulan?
 - ii. ¿Quién los puede administrar?
 - iii. ¿Cómo se constituyen?
 - iv. ¿Cómo se adquieren?

- II) Tributación de los ETFs en los países de la Alianza Pacifico
 - i. Colombia
 - ii. Chile
 - iii. México
 - iv. Perú

Presentación de Manuel Quinche, socio de Cuatrecasas.

I) Explicación de los ETFs en Colombia

- i. ¿Qué son y dónde se regulan?

Los ETFs en Colombia funcionan de manera muy similar a los que se encuentran en México. Acorde a la definición legal, son Fondos de Inversión Colectiva que tienen como objeto replicar o seguir un índice nacional o internacional, su funcionamiento se deriva de la constitución de un portafolio integrado por algunos valores que conforman dicho índice. El portafolio también podrá estar conformado por derivados estandarizados cuyos subyacentes hagan parte de la canasta que conforma el índice. Según el Decreto 2555 de 2010, los ETFs se rigen por 8 principios rectores¹⁰.

- ii. ¿Quién los puede administrar?

Pueden ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión.

- iii. ¿Cómo se constituyen?

¹⁰ Ver presentación lámina 5.



Es de suma importancia analizar la regulación que facilita la creación de ETFs antes de constituirlo. Se tienen 10 requisitos, asociados a la capacidad administrativa y la infraestructura tecnológica con la que cuenta la sociedad fiduciaria o la sociedad comisionista de bolsa¹¹.

iv. ¿Cómo se adquieren?

Solo se adquieren a través de Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB)¹². Los tres principales en Colombia son: el iColcap¹³, Colombia Select¹⁴, Icolrisk¹⁵.

Presentación de Cristina Stiefken, Directora de impuestos de Cuatrecasas.

II) Tributación de los ETFs en los países de la Alianza Pacífico

i. Colombia

En Colombia, se tienen reglas tributarias para los fondos de capital privado, pero no existe una específica para los ETFs.

A continuación, se describen las diferencias en la tributación de un fondo establecido en Colombia y un fondo establecido en el extranjero.

- Cuando el fondo está establecido en Colombia, por regla general, no es considerado contribuyente del ISR, es transparente, por lo que el ETF no está sujeto a impuestos, sin embargo, tiene la posibilidad de generar diferimiento y puede contemplar 2 niveles.
- Cuando el fondo está establecido en el extranjero no queda sujeto a impuesto en Colombia por inversiones en valores emitidos y transados fuera del país. En el caso de valores emitidos y comerciados en Colombia, el fondo extranjero queda sujeto a impuesto respecto de distribuciones que reciba y ganancias que obtenga como inversionista extranjero.

La tributación de ETFs para inversionistas es:

- La imposición sobre la redención de utilidades. Persona con domicilio o residencia en el extranjero.
- Tratamientos especiales¹⁶.

ii. Chile

En el caso de Chile las reglas son similares a las colombianas:

- Cuando el fondo está establecido en Chile, por regla general y cumpliendo condiciones y requisitos específicos, no son considerados contribuyentes por lo que los beneficios, rentas o cantidades que obtengan no están sujetos a impuestos en Chile. En caso de que no se cumplan condiciones y requisitos, el fondo tiene el mismo tratamiento que de una sociedad anónima establecida en Chile.

¹¹ Ver presentación lámina 7.

¹² <https://bvc.co/sociedades-comisionistas-bolsa>.

¹³ Ver presentación lámina 10.

¹⁴ Ver presentación lámina 11.

¹⁵ Ver presentación lámina 12.

¹⁶ Ver presentación, página 16.



- Cuando el fondo está establecido en el extranjero, no queda sujeto a impuesto en Chile por inversiones en valores emitidos y comerciados fuera del país. En el caso de valores emitidos y comerciados en Chile, el fondo extranjero queda sujeto a impuesto respecto de distribuciones que reciba y ganancias que obtenga como inversionista extranjero.

La tributación de ETFs para inversionistas es:

- Personas con domicilio o residencia en Chile.
- Persona con domicilio o residencia en el extranjero.
- Tratamiento especial en caso de presencia bursátil.

iii. México¹⁷

iv. Perú

En Perú se tienen reglas especiales para ETFs.

- Cuando el fondo está establecido en Perú, existen: Fondo de Inversión (FI) y Fondos Mutuos de Inversión en Valores (FMV), y no son contribuyentes del Impuesto a la Renta. La condición de contribuyente recae en el partícipe.
- En el caso del FMV la renta solo se genera con ocasión de la redención, rescate o enajenación del certificado de participación y siempre genera renta de fuente peruana para el partícipe, independientemente de los activos en que invierta el FMV. En caso de personas jurídicas domiciliadas también generará renta al cierre del ejercicio cuando se mantenga el certificado de participación.
- En el caso del FI se atribuye la renta al partícipe según su condición y la fuente de la misma; pudiendo ser renta gravada, exonerada, inafecta, de fuente peruana o de fuente extranjera.
- Cuando el fondo está establecido en el extranjero, los ETFs califican como este tipo de fondos, los extranjeros que enajenen ETFs no deberán tributar en Perú. En el caso de sujetos domiciliados, estos deberán reconocer la renta percibida del ETF, o producto de su enajenación, como de fuente extranjera.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadores:

Roberto Lazzeri (SHCP) / Paula Espinosa (SHCP)/ Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositores:

Eduardo Flores/Manuel Quinche/Cristina Stiefken.

¹⁷ Ver presentación Exposición de Eduardo Flores, socio de Creel, García-Cuéllar, Aiza y Enríquez, punto III (en este documento, página 2), y ver presentación, página 23.



3ª sesión - Módulo 3: Listamiento y Mantenimiento

3ª Sesión: 08 de julio de 2022

Presentación de Juan Olivo, Director de Promoción y Emisoras del Grupo Bolsa Mexicana de Valores.

- I) Mercado Mexicano
 - i. Definición
 - ii. Requisitos para dar de alta un “Titulo Referenciado a Acciones” (TRAC) en el mercado local
 - iii. Datos actuales sobre los TRACs

- II) Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)
 - i. Definición e historia
 - ii. Datos actuales sobre el SIC

- III) Comparativo de datos de mercado TRACs / SIC

I) Mercado Mexicano

- i. Definición

Al mercado local de ETFs también se le conoce con el nombre de Títulos Referenciados a Acciones (TRACs). Prácticamente poseen el mismo funcionamiento que un ETF, solo se diferencia porque se capitaliza.

Existen 2 mercados en el país: el mercado local que contempla valores que se listaron en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y que están en el Registro Nacional de Valores (RNV) y el mercado internacional que se llama el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC).

- ii. Requisitos para dar de alta un TRAC en el mercado local

Se llena una solicitud de listado dirigida a la BMV, considerando que todos los ETFs locales existen al amparo de un fideicomiso que resguarda los activos. Derivado de lo anterior, se entrega la siguiente información:

- a) Contrato de fideicomiso entre el gestor del ETF local y el fiduciario.
- b) Contrato de administración de inversión.
- c) Contrato de colocación.
- d) El documento de prospecto y suplemento. Es el documento más completo en términos legales, donde vienen las características propias de la emisión.
- e) El Documento con Información Clave para la Inversión (DICI): se trata de un nuevo documento creado en México. Éste contiene lo más relevante del suplemento, ya que refleja lo que los agentes de ventas ofrecen a los inversionistas para la toma de decisiones.

El título entregado es un documento legal denominado como pagaré y se deposita en el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL), mediante la entrega de escritura constitutiva, acta de emisión, balance del fideicomiso y la licencia del índice.



Una vez listado el ETF en el mercado, existen ciertos requisitos que se envían de manera periódica, por ejemplo, la asamblea general de tenedores. Además, se tratan principios contables internacionales, reporte anual, así como composición de cartera.

iii. Datos actuales sobre los TRACs:

Hoy en día se tienen 20 ETFs locales en la BMV. El ESGMEX es un ejemplo de un ETF local, enfocado a las empresas que tienen mejores estándares de criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG¹⁸). En términos de valores, el ESGMEX es el segundo ETF local con mayor volumen y liquidez, el NAFTRAC es el que tiene mayor profundidad, el cual replica el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la BMV¹⁹, por lo que se denomina como un ETF pasivo²⁰.

Se ha notado una baja de los activos del NAFTRAC. En fechas recientes, llegó a tener alrededor de 70 mil millones de pesos. En cuanto al ESGMEX, que es de reciente creación (se autorizó en 2020), tiene una captación de los inversionistas del NAFTRAC. Hoy en día, el ESGMEX tiene 32 mil millones de pesos. En conjunto, siguen siendo los ETFs locales con más volumen y liquidez.

II) Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC)

i. Definición e historia

El SIC es una plataforma que se creó en 2003, permite a cualquier inversionista mexicano o extranjero, con residencia permanente en México, sea institucional o *retail*, poder comprar y vender acciones y ETFs que ya hayan sido colocados en el mercado de origen, con una antigüedad de al menos 3 meses. Esta regla es importante, porque es la forma en que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), el regulador en México, genera un mercado que no es de *IPO*²¹.

Sin embargo, a aquellos inversionistas que quieran comprar la acción de empresas domiciliadas fuera del país, en lugar de tener que abrir un contrato en AMERITRADE o en Estados Unidos con cualquier plataforma electrónica, lo puedan hacer desde México, a través de una casa de bolsa mexicana, en pesos mexicanos, con el andamiaje de la BMV. Es decir, que se puede comprar y vender acciones o ETFs desde México y con moneda nacional. Este mercado se creó aproximadamente hace 20 años y ha tenido un crecimiento gradual. Inclusive existen casos de uso donde es el mercado más exitoso a nivel mundial, en términos de *cross list*.

Hace 10 años existían 750 valores enlistados. Año con año, y de manera constante, el mercado ha pedido a la bolsa dar de alta más empresas, y más ETFs.

ii. Datos actuales sobre el SIC

Como resultado de lo anterior, la cantidad de ETFs y acciones que hoy en día están disponibles para invertir desde México, es superior a los 3,000 valores. Lo que refleja una diversificación de los portafolios de los inversionistas, de forma nacional e internacional. De este inventario, poco más del 50% son acciones y alrededor del 40% son ETFs. Los principales gestores de activos del mundo se encuentran participando en el SIC, colocando y otorgando exposición a sus ETFs.

¹⁸ ESG por sus siglas en idioma inglés

¹⁹ Índice representativo, accionario de México.

²⁰ Ver módulo 2

²¹ Initial Public Offer o en español Oferta Pública Inicial



El gestor de activos más grande, en términos de valores listados en México, así como a nivel mundial, es Blackrock con su producto de iShares, seguido por Statestreet con los *Spiders* que tienen poco más de 100 ETFs listados, le siguen Global X, Vanguard, entre otros. Existe también algunos gestores de activos cuyos ETFs son más arriesgados en términos de inversión, como Direction que tiene muchos de sus ETFs apalancados. Por otro lado, han tenido mucho éxito en términos de negociación, más no en custodia, en instrumentos de corto plazo, prácticamente intradía.

Los ETFs que vienen de Estados Unidos, Canadá y Europa, suman 98% del total mundial, tomando en cuenta que hay algunos valores de origen de Asia y Sudamérica. Se ha visto que, en los últimos 4 años, se han listado más de 100 ETFs, de distintos gestores de activos y, algunos, enfocados en temas ASG. Cuando se revisan posiciones crecientes en el tiempo, se refleja en gran medida el apetito.

III) Comparativo de datos de mercado TRACs / SIC

De acuerdo a la información reciente, desde 2015, existe una disminución de la participación en el mercado local, pasando de 76% a un 47%, al primer trimestre de 2022. En cambio, el porcentaje del SIC ha incrementado, en 2015 se ubicaba en 24%, cifra que casi se duplicó, ya que en el primer trimestre de 2022 fue de 52%. En el top 5 de los ETFs, considerando el importe operado al primer trimestre de 2022, se encuentran aquellos que tienen en su canasta bonos del Tesoro y/o acciones de Estados Unidos. El importe operado en SIC al primer trimestre de 2022 está dividido entre 67% en ETFs y 33% en acciones.

Los activos bajo custodia, iniciaron con 5 millones de dólares en 2006 elevándose a 73 millones de dólares en el primer trimestre de 2022. Los activos bajo custodia en SIC, al primer trimestre de 2022, se distribuye en 77%, para ETFs, y 23% en acciones.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP)/ Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositor:

Juan Olivo.



4ª sesión - Módulo 4: Estructura Tributaria

4ª Sesión: 14 de julio de 2022

Presentación de Jorge Correa, socio de Creel, García-Cuéllar, Aiza y Enríquez.

Caso México

- I) Consideraciones Generales
- II) Evolución Histórica
- III) ETFs de Capital
- IV) ETFs de Deuda
- V) Áreas de Oportunidad

I) Consideraciones Generales

La regulación fiscal de los ETFs en México se fundamenta en el principio de neutralidad tributaria y ha sido desarrollada en la Resolución Miscelánea Fiscal (RMF). Éste es un régimen dinámico que no se encuentra sujeto a revisión y aprobación del Congreso.

Las disposiciones fiscales en materia de ETFs en la RMF (ETFs de Deuda y ETFs de Capital) son:

- Reglas con los principales requisitos que se deben cumplir para acceder al tratamiento fiscal aplicable a los ETFs.
- Reglas que contiene el tratamiento fiscal aplicable a los inversionistas, ETFs e intermediarios financieros.

II) Evolución Histórica

El 12 de marzo de 2002, mediante una resolución particular, el Servicio de Administración Tributaria (SAT) confirmó que al fideicomiso denominado NAFTRAC resultaban aplicables las disposiciones fiscales que la Ley del Impuesto sobre la Renta (LISR) establecía para las sociedades de inversión de renta variable:

Segunda resolución de modificaciones a la RMF para 2007, sobre disposiciones aplicables para fideicomisos accionarios.

Quinta resolución de modificaciones a la RMF para 2008, sobre disposiciones aplicables para fideicomisos de deuda.

Cuarta resolución de modificaciones a la RMF para 2012, donde se permite que los fideicomisos accionarios realicen operaciones financieras derivadas respecto al tipo de cambio.

Cuarta resolución de modificaciones a la RMF para 2018, donde se permite a los fideicomisos que repliquen índices bursátiles y adquieran los certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios emitidos por Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS).

III) ETFs de Capital

Requisitos:

- Fideicomiso que replique índices bursátiles no será contribuyente al impuesto sobre la renta.



- La institución fiduciaria deberá asegurarse de que, al menos, el 97% del valor promedio mensual del patrimonio del fideicomiso, esté invertido en acciones, certificados bursátiles o títulos a los que se refieren las disposiciones fiscales en materia de fideicomisos que repliquen índices bursátiles, con las excepciones referidas por dichas disposiciones.
- La institución fiduciaria deberá distribuir a los tenedores el resultado fiscal recibido de las FIBRAs que integran el patrimonio del fideicomiso, a más tardar dentro de los 10 días naturales siguientes a partir de que los reciba.
- La institución fiduciaria deberá proporcionar la información que le soliciten los intermediarios financieros que tengan en custodia y administración los ETFs.
- La institución fiduciaria deberá llevar, por disposición de la LISR, cuentas que integren los dividendos netos y el resultado fiscal, así como los reembolsos de capital provenientes de las FIBRAs que integran el patrimonio del fideicomiso, que haya recibido o pagado.
- La institución fiduciaria deberá realizar la retención del ISR a la tasa del 30% de los intereses que perciba, provenientes del patrimonio del fideicomiso o por la ganancia que, en su caso, perciba en las operaciones financieras derivadas que celebre referidas a tipo de cambio. Dicha retención tendrá el carácter de pago definitivo.

Régimen Fiscal de los ETFs de Capital²²

En primer lugar, se toma en cuenta el tipo de inversionista, esto es, residentes en México, en su régimen fiscal tanto de personas físicas como personas morales; o residentes en el extranjero, en la modalidad de personas físicas y personas morales. En segundo lugar, se distinguen los tipos de ingreso de tenencia de ETFs (distribución de dividendos fiduciarios/ intereses/ resultado fiscal/ reembolsos de capital y enajenación de ETFs/ ganancia atribuible a acciones y títulos). Para cada caso, se tiene un cierto tratamiento fiscal y retención.

IV) ETFs de Deuda

Requisitos:

- El fideicomiso de deuda no será contribuyente al ISR.
- El fiduciario deberá asegurarse de que al menos el 97% del valor promedio mensual del patrimonio del fideicomiso (en el mes inmediato anterior), esté invertido en los títulos de crédito emitidos por el Gobierno Federal o por el Banco de México, o de títulos de crédito emitidos por sociedades mexicanas que se encuentren colocados en bolsas de valores concesionadas, a los que se refieren las disposiciones fiscales en materia de fideicomisos de deuda, con las excepciones referidas por dichas disposiciones.
- No se efectuarán retenciones del ISR a los residentes en el extranjero por los intereses derivados de la inversión en títulos de crédito emitidos por el Gobierno Federal o por el Banco de México que estén colocados entre el gran público inversionista, y siempre que al menos el 97% del valor promedio mensual del patrimonio de los fideicomisos de deuda se encuentre invertido en dichos títulos de crédito.
- El fiduciario deberá distribuir a los tenedores de los ETFs, cuando menos una vez al año, la totalidad de los intereses provenientes de los títulos de crédito que formen parte del patrimonio del fideicomiso, a más tardar al tercer día del mes inmediato siguiente a aquel en el que perciba los intereses.
- El fiduciario deberá proporcionar la información que, en su caso, soliciten los intermediarios financieros que tengan en custodia y administración los ETFs.

²² Ver presentación, tabla de la página 6.



Régimen Fiscal de los ETFs de Deuda²³

En primer lugar, se debe de tomar en cuenta el tipo de inversionista: residentes en México, divididos por su régimen fiscal, o residentes en el extranjero, en la modalidad de personas físicas y morales. En segundo lugar, se distinguen los tipos de ingreso de la tenencia de ETFs (distribución de intereses y enajenación de certificados/ganancia). Para cada caso, se tiene un cierto tratamiento fiscal, acumulación/causación del ISR, así como retención.

IV) Áreas de Oportunidad

Las disposiciones fiscales en México son aplicables únicamente para aquellos fideicomisos que cumplan con los requisitos para ser considerados como fideicomisos de deuda (ETFs de Deuda) o fideicomisos que repliquen índices bursátiles (ETFs de Capital).

Los ETFs que no cumplan con los requisitos antes mencionados deberían aplicar el régimen fiscal general que les corresponda (i.e., fideicomisos pasivos o fideicomisos empresariales).

Por lo tanto, el área de oportunidad sería que se crearan disposiciones fiscales específicas para ETFs con diversas temáticas, como lo son de *commodities* y sustentables, entre otros.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP)/ Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositor:

Jorge Correa

²³ Ver presentación, tabla de la página 8.



Bloque 2: Construcción del Índice y Administración de la Cartera



5ª sesión - Módulo 1: Construcción del Índice

5ª Sesión: 27 de julio de 2022

Presentación de Manuel González, Director del Cono Norte de América Latina en S&P Dow Jones Índices.

- I) ¿Qué es un ETF?
 - i. Definición
 - ii. Historia: crecimiento global de activos
- II) La inversión pasiva: ampliación del acceso al mercado
- III) Ejemplos de ETFs y datos relevantes
 - i. Ingenius
 - ii. ETF y fondo Mutuo: ejemplo comparativo
 - iii. Resultados del Estudio *S&P Indices Versus Active* “SPIVA”
- IV) Los índices y sus características
 - i. Definición
 - ii. El proveedor de índice
 - iii. Principales categorías de índices
- v) Conclusiones

I) ¿Qué es un ETF?

- i. Definición

Un ETF es parecido a un fondo mutuo, con la diferencia de que los ETFs son certificados o constancias que son emitidas y listadas en las bolsas de valores. El inversionista puede acudir al mercado de valores a comprar y/o vender el certificado durante el día. En el caso de un fondo mutuo, se compra al valor del día anterior, no fluctúa durante el día.

Por otro lado, la mayoría de los ETFs (95-97%) son indexados, es decir que buscan replicar la rentabilidad del índice, salvo algunas excepciones de ETFs de gestión activa, que intenta superar la rentabilidad del índice. Por lo tanto, en general, la existencia de un ETF presupone la de un índice.

- ii. Historia: crecimiento global de activos

A nivel mundial, se puede observar que en 2005 existían 453 ETFs listados en diferentes bolsas de valores²⁴, cifra que contrasta con la de 2021, con un número de más de 8,000. El crecimiento habla de la relevancia de los ETFs en los mercados financieros; el tamaño de los activos ha crecido, pasando de 417 billones de dólares a más de 9,000 billones, al cierre de la primera mitad de 2022.

²⁴ Ver presentación, página 3.



En América Latina se observa también un crecimiento importante, dado que, en 2005, se tenían solamente 2 ETFs listados y, al cierre de noviembre de 2021, había 96 instrumentos representando alrededor de 19 billones de dólares.

II) La inversión pasiva: ampliación del acceso al mercado

La inversión pasiva (replicar un índice) tiene las siguientes características favorables:

- **Costos menores:**
Los costos de administración y desarrollo de los ETFs suelen ser menores que en los fondos tradicionales. Una de las razones es que los costos de optimización de mercado se minimizan dado que están replicando un índice.
- **Acceso a diferentes estrategias de inversión:**
Dado que los ETFs replican índices, y que se cuenta con miles de índices (por ejemplo, S&P construye casi 900,000 índices diarios), se pueden elaborar múltiples estrategias orientadas a América Latina, a Europa, etc. Pero también se pueden orientar hacia sectores o temas de interés.
- **Transparencia:**
Un inversionista sabe en el día cómo se está comportando su inversión, y puede tomar la decisión de comprar o vender, durante ese día y no esperar al siguiente, como es el caso de los fondos.
- **Creación de precios (liquidez):**
Los ETFs se pueden comprar y vender durante el día.
- **Flexibilidad:**
Se negocian en las bolsas de acciones, por lo que puedes acceder de una manera muy rápida.
- **Diversificación:**
En la construcción de un índice se busca que no exista una alta concentración en alguna emisora, en algún sector, o en algún país en específico.

De alguna manera, todas estas características han permitido que los ETFs crezcan de manera importante a nivel mundial y en América Latina.

III) Ejemplos de ETFs y datos relevantes

i. Ingenius

Es un ETF que agrupa 12 componentes, que son empresas que innovan en nuevas tecnologías y que cotizan en varias bolsas de la región latinoamericana. Se requiere solo de un poco más de 2 dólares para invertir, lo que representa, un monto menor en contraste a cuando se desea invertir de manera individual en cada una de las 12 empresas, ya que se necesitaría un monto de más de 2,000 dólares. Más allá del monto de inversión, el ETF permite invertir en empresas transnacionales, sin tener que hacer un profundo análisis.

ii. ETF y Fondo Mutuo: ejemplo comparativo

Este ejemplo tiene que ver con un Fondo Mutuo que trata de replicar el índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Su rendimiento, al 27 de julio de 2022, ha sido de -11.23%, y para ello, el fondo cobra una comisión anual de casi 300 puntos base (bps) anuales. Si lo comparamos con el ETF que replica el IPC, su rendimiento a la misma fecha es de -11.43%, y para ello hay una gran diferencia en la comisión anual que es de 25 bps.



Tomando como referencia este ejemplo, y utilizando una investigación realizada por Vanguard México, que usa datos de Morning Star, la razón de gastos promedio de un ETF es de 0.76%, (76 bps) mientras que el de los Fondos Mutuos es de 1.15% (115 bps)

iii. Resultados del Estudio *S&P Índices Versus Active* “SPIVA”

Este estudio compara resultados de la gestión activa (Fondos Mutuos) con los gestores pasivos que solo replican un índice (ETF). En el caso de Chile, en el periodo de un año, el 65% de los gestores activos no pudieron superar al índice y esta cifra se eleva a 88%, en el periodo de 5 años. Se puede observar los casos de otros países, como Brasil y México²⁵, con resultados diferentes. Esto es producto de múltiples razones, que van desde la profundidad del mercado hasta el nivel de profesionalismo de los diferentes gestores.

III) Los Índices y sus características

i. Definición

Un índice es un portafolio virtual que realiza una selección de activos, ya sea de acciones, de deuda, de materias primas, y trata de definir un segmento en particular. Identifican cómo se está comportando el mercado en general, hasta un sector o una estrategia en particular. El índice está basado en reglas, es transparente y representativo del mercado. Es el inicio de la creación de un ETF.

Como elemento adicional, es importante tener una estrategia de dividendos para contrarrestar el tema de la inflación. Actualmente, en Estados Unidos han entrado 35 billones de dólares en índices enfocados en bonos que generan protección a la inflación.

ii. El proveedor de índice

Es el responsable de generar la información, por lo que es importante que el proveedor tenga consistencia en la información y calidad en los datos, debido a la información confidencial. Teniendo en cuenta que hay casi 9 trillones de dólares en ETFs que están replicando índices, divulgar información confidencial generaría una caída en los precios. Por ello, es importante que el proveedor de índices tenga procedimientos, que publique metodologías, posea procesos de gobernanza y evite conflictos de intereses, teniendo una política de manejo de confidencialidad. En Europa, existe regulación en el mercado de índices, en América Latina no. Sin embargo, los proveedores de mayor tamaño, de alguna manera tratan de seguir ciertas reglas. En este sentido, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) se encarga de dar recomendaciones a los proveedores de índices.

iii. Las principales categorías de índices son:

- Renta variable (sectores/ sustentables/ temáticos: 4ª revolución industrial/ inteligencia artificial/ robótica)
- Renta fija (soberanos/ corporativos/ duraciones/ vencimientos/ sustentables)
- Materias primas
- Estrategia (dividendos/ control de riesgos/ factores “Smart Beta”/ *Asset allocation*)
- Económicos

²⁵ Ver presentación, página 9



V) Conclusiones

Actualmente hay temas como el de monedas virtuales y las orientadas a diversas temáticas, como son las de criterios ASG. Esto permite generar un sin fin de estrategias que resultan en un beneficio para el inversionista final, porque puede acceder a ellas de una manera eficiente en cuanto a costo, y conocer el comportamiento de los ETFs debido a que existe una metodología.

En conclusión, existen muchas características de los ETFs que permiten que sean importantes en los mercados financieros.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP) /Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositor:

Manuel González.



6ª sesión - Módulo 2: Construcción del Índice

6ª Sesión: 11 de agosto de 2022

Presentación de Adriana Rangel, Directora de Segmento Institucional para Vanguard Internacional-LATAM.

- I) ¿Qué son los ETFs y cuáles son sus perspectivas?
 - i. Definición
 - ii. Situación actual y Futuro de los ETFs
- II) ¿Cómo funcionan?
 - i. Mercado Primario / Mercado Secundario
 - ii. Banda de Arbitraje de ETFs
 - iii. Estrategia de replicación de índices
 - iv. Factores para elegir un ETF

I) ¿Qué son los ETFs y cuáles son sus perspectivas?

- i. Definición

Los ETFs funcionan como un Fondo de Inversión debido a que diariamente los activos invertidos son valuados a un precio, y se obtiene un *Net Asset Value* (NAV) del día. En el caso de los Fondos Mutuos, se pone una orden con una Operadora de Fondos y se compra al NAV del día, recibiendo a cambio acciones del fondo de inversión.

El ETF es un vehículo que opera continuamente durante la sesión de remate del mercado de capitales y tiene un NAV que se calcula todo el tiempo, dependiendo de las fluctuaciones de los precios de los activos subyacentes. Una de las ventajas de los ETFs es que se pueden comprar o vender durante el transcurso del día, al precio que esté operando el ETF en el mercado en ese momento.

- ii. Situación actual y futuro de los ETFs

En la gráfica²⁶ sobre la evolución y crecimiento de los ETFs a nivel global, destaca que, en 2021, se alcanzó un máximo en términos de crecimiento de activos, debido a que llegó a los 10 billones de dólares. El mercado más grande, más profundo y más desarrollado, es Estados Unidos. Aun así, existen ETFs domiciliados en Europa que se constituyeron bajo la regulación *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS) que permite que todos los inversionistas europeos sin importar en qué país estén, puedan comprar el ETF que esté constituido bajo esa regulación. Para este año, se nota una baja en el valor de mercado, así como en el valor de las inversiones. Se estima que, una vez que llegue una recuperación de los mercados, esta tendencia deberá seguir al alza. Cabe destacar que la tasa de crecimiento compuesta es de 20% en los ETFs.

Un punto importante para poner en la mesa de discusión es que, a pesar de lo que se comenta, los ETFs no generan efectos distorsionadores. Ello se puede explicar tomando en cuenta que, en el mundo de los activos invertibles, a nivel global se está hablando de 118 billones de dólares en acciones, y de 123 Billones respecto a los bonos; si se pone en perspectiva lo que representan los ETFs, sigue siendo una proporción bastante pequeña.

²⁶ Ver página 5 de la presentación.



II) ¿Cómo funcionan?

i. Mercado Primario / Mercado Secundario

El emisor del ETF publica la canasta de los activos que lo componen, y que un intermediario tiene que entregar a cambio de una acción del ETF. Los intermediarios conocen esta receta, la buscan y cuando ven un efecto de exceso de demanda y que hay una oportunidad de comprar la canasta barata y vender el ETF caro, lo hacen. Entonces se le entregan al emisor del ETF y éste, a cambio, entrega acciones del ETF. Esto se le denomina como creación.

De manera parecida, cuando hay un exceso de oferta, entonces el ETF puede empezar a cotizar por debajo del valor de la canasta. Esto abre una oportunidad de arbitraje, propiciando que los intermediarios compren el ETF barato. Es decir, que se aprovechan del arbitraje en ese momento para comprar el ETF barato y vender las acciones caras.

Gracias a este mecanismo de arbitraje, puede existir una segunda fuente de liquidez para los ETFs y que se habla de las creaciones, redenciones o cancelaciones. Este mecanismo, en mercados muy líquidos, transparentes y eficientes, como los mercados de capitales, se hace en cuestión de segundos; mientras más líquido, más transparente y más información exista en el mercado sobre los subyacentes, más fácil es que el arbitraje se cierre y que el ETF siempre esté operando cerca de su valor teórico o del NAV.

Los ETFs tienen la particularidad de contar con dos fuentes de liquidez²⁷. Si ustedes piensan en una acción tradicional y ven cuál es la liquidez de dicha acción, ese es el “mercado secundario”. Es donde interactúan los compradores y los vendedores en la Bolsa de Valores, ahí se encuentran para negociar un ETF igual que negocian una acción. La gran ventaja de los ETFs, es que tienen una segunda fuente de liquidez que es el “mercado primario” y que funciona gracias al mecanismo de arbitraje descrito anteriormente.

ii. Banda de Arbitraje de ETFs

El mercado primario tiene varios componentes. Por un lado, está el participante autorizado que tiene una interacción directa con el emisor del ETF. En dicho mercado, ante un exceso de demanda, del ETF, el precio puede empezar a subir.

Por otro lado, existe un mecanismo de arbitraje a través del cual funcionan los ETFs. Esto se ejemplifica de la siguiente manera: suponiendo un escenario en el que hay demanda por un ETF y empieza a subir su precio, el cual puede empezar a alejarse del valor de su canasta y eso hace que exista algún intermediario en el mercado que note una oportunidad de arbitraje. En caso de que alguien esté dispuesto a comprar un ETF en 10 pesos, cuando el valor de la canasta es de 8, es cuando se activa el mecanismo de arbitraje, los intermediarios del mercado entran a satisfacer ese exceso de demanda pues también terminan operando en el mercado secundario.

La valuación del ETF se determina con el precio de cierre de las acciones, en el caso de los bonos, aunque coticen a lo largo del día, el valor del ETF de bonos depende del valor en donde se pueda operar ese bono o del último valor conocido. La diferencia entre los ETFs de renta variable y los de renta fija es que, generalmente los de renta fija valúan en el *Bid* (*precio de compra*) de las posiciones de los bonos, porque es realmente donde un inversionista puede salir a vender. Es así como empiezan a existir ciertas diferencias con los ETFs de acciones.

²⁷ Ver página 8 de la presentación.



Los bonos operan en un mercado que no es transparente, es decir OTC (*over the counter*), por lo que la información es mucho más asimétrica. Por lo tanto, una manera de brindar una valuación más real es con el *Bid*, que está en el mercado. Con este elemento se puede iniciar el mecanismo de arbitraje.

La explicación es la siguiente: el ETF empieza a operar arriba del *Ask* (*precio de venta*) de la canasta, esto es, se opera con una prima. Entonces, los intermediarios venden el ETF a esa prima, y compran la canasta de los valores para cubrir la posición. En ese momento, el riesgo es cero, después los intermediarios se dirigen al emisor del ETF y le piden hacer el canje de acciones por ETFs. En caso inverso, cuando el ETF opera por debajo de lo que vale, los inversionistas compran el ETF barato, a descuento, entonces, se dirigen al manejador de ETFs y le piden destruir el ETF. A cambio, el gestor entrega una canasta de acciones o de bonos y ellos tienen que salir a vender esa canasta de bonos para no estar largos en ninguna parte de ese riesgo.

iii. Estrategia de replicación de índices

La replicación de índices es un tema muy relevante porque resalta las imperfecciones del mercado de deuda *versus* el mercado de capitales. A continuación, se enumeran algunos métodos:

1) Réplica total (para ETF de acciones y ETF de deuda)

El mundo de las acciones es muy eficiente y transparente. Es probable que el 99% de los ETF de renta variable en el mundo, repliquen el índice que siguen. Por ejemplo, si el gestor de los ETFs compra exactamente las 500 acciones del S&P 500, es sencillo encontrar una negociación plausible y mantenerlas en el portafolio. En la medida que hay excesos de demanda u oferta en el mercado por ese ETF, los participantes pueden cerrar el arbitraje de forma relativamente, rápida ya que compran/venden los 500 títulos del S&P, y se cubren de manera muy rápida.

2) Optimización (para ETF de acciones y ETF de deuda)

En el caso de los instrumentos que tengan 10,000 u 11,000 acciones, y/o acciones que pesen menos del .01% y que sean muy complicadas de mantener en la canasta, entonces se puede realizar una optimización, para determinar la canasta que provoca que las acciones sean mucho más líquidas.

3) Muestreo (para ETF de deuda)

El muestreo o *sampling*, es el más común para los ETFs de deuda, sobre todo los de crédito. En primer lugar, muchos instrumentos de deuda gubernamental son bonos que son generalmente líquidos. La casi totalidad de los ETFs de deuda gubernamental tienen una réplica total o una optimización, porque son instrumentos que son líquidos y fáciles de operar. Sin embargo, en el mundo del crédito, cuando se trata de bonos emitidos por empresas, se complica, dado que dichos bonos operan *Over The Counter*, en plataformas separadas. Inclusive, siguen existiendo bonos que se operan por teléfono, limitando excesivamente la transparencia. Por lo anterior, se realiza un muestreo. A título de ejemplo, si la idea es replicar un índice que tiene 50 bonos, y una persona quiere comprar este ETF, y empieza a haber un exceso de demanda (o de oferta) por algún ETF de crédito, entonces los intermediarios del mercado, los participantes autorizados, pueden acordar con el gestor de activos, una canasta personalizada. La canasta tiene que cumplir con: 1) los requisitos desde el punto de vista legal, 2) para la constitución del portafolio, se establecen criterios tales como: duración de los bonos, un *Yield to Maturity* (YTM) del 5%, un perfil de crédito no menor a AAA, BBB. Entonces se hacen estas creaciones y estas cancelaciones de



manera personalizada. Las canastas personalizadas que se aceptan a cambio del ETF tienen características que permiten mantener el ETF en sintonía con el índice que replica.

Los mecanismos de arbitraje, de creación y de cancelación, se llaman transacciones libres de pago. Y un intercambio de un ETF por una canasta de bonos, es una transacción en especie. Lo anterior es la esencia de los mecanismos de creación y cancelación de los ETFs.

En algunas ocasiones, no es posible operar los subyacentes de un ETF, y a veces no es posible o están suspendidos, por lo que existe la posibilidad de hacer creaciones en efectivo. Si la regla es la creación en especie, la excepción es la creación en efectivo. Esta última permite proteger al fondo y a los inversionistas, para que, en cuanto esa acción se pueda comprar (se libere de la suspensión, por ejemplo), el emisor pueda hacerlo.

En el mundo de deuda, sucede lo mismo. Si se vuelve muy complicada la entrega de cierta canasta de bonos o es difícil conseguir ciertos bonos, algunos emisores ofrecen la opción de hacer creaciones en efectivo más un costo de protección para el gestor.

iv. Factores para elegir un ETF

Al momento de elegir un ETF, existen muchos factores que hay que tomar en cuenta. Uno es la exposición que se está buscando tener, capitales o deuda, otro es la granularidad o los tipos de replicación. De igual forma, existen ETFs que están compuestos por instrumentos que son derivados. Por ejemplo, es muy común que los ETFs que replican el comportamiento de activos como *commodities* operen con productos derivados como subyacente, que en su mayoría son futuros.

Otro factor es el costo, donde representa la cuota de *management*, el *Total Expense Ratio* (TER), el costo de administración, entre otros. Al final del día, el costo total de un ETF incluye el TER y el *spread*; entre más fácil sea satisfacer los excesos de demanda y de oferta por los productos, más cerrado será el *spread*.

Respecto a las implicaciones fiscales, dependen del tipo de persona, ya sea física o moral, y en qué país se tiene residencia. Existen diferentes impactos, pero siempre son estos factores que hacen que un inversionista decida por un tipo de vehículo o por otro.

Por último, la liquidez del ETF proviene de dos fuentes: el mercado secundario y el mercado primario. Para comprender la liquidez del mercado primario es necesario analizar la liquidez del subyacente y conocer si existen otros instrumentos con los que los intermediarios de capitales se pueden cubrir.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP) /Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositora:

Adriana Rangel.



7ª sesión - Módulo 3: Estructuración ASG

7ª Sesión: 25 de agosto de 2022

Presentación de Daniel Gracian, Director de Finanzas Sostenibles para América Latina en Scotiabank.

- I) Productos
 - i. De uso de Fondos
 - ii. Vinculados a Sostenibilidad basados en KPI

- II) Principios y proceso
 - i. Principios internacionales
 - ii. Ejemplos
 - iii. Proceso

- III) Mercado

- IV) Conclusiones

I) Productos

El mundo de las finanzas sostenibles está evolucionando constantemente, tanto en los productos tradicionales, como préstamos bancarios, depósitos y bonos, como en productos más complejos, como los derivados y ETFs. Estos últimos viven un gran impulso, pero, en general, mantienen los mismos principios financieros. A continuación, se presentan dos productos destacables.

i. De uso de Fondos

Son principalmente bonos o préstamos verdes, sociales o sostenibles. Los bonos verdes fueron la fuente de financiamiento por la cual se inició la exploración en finanzas sostenibles, y siguen siendo el elemento más importante de este tipo de financiamiento en el mercado.

La razón por la cual se llaman productos de Uso de Fondos es porque los Fondos que obtienen el financiamiento deben ser utilizados para un proyecto verde, social o una combinación de los dos. Hay lineamientos específicos definiendo lo que se califica como proyecto verde o social, por ejemplo, uno de los más importantes es la taxonomía verde de la Unión Europea. Aun así, es necesario desarrollar taxonomías locales, debido a que cada país posee circunstancias distintas. Este punto es fundamental para poder definir a los proyectos verdes en cada uno de los mercados locales.

ii. Vinculados a Sostenibilidad basados en KPIs

Los productos Vinculados a Indicadores de Sostenibilidad o *Sustainability Linked Financing* son bonos o préstamos donde el financiamiento captado puede utilizarse en cualquier proyecto, como, por ejemplo, capital de trabajo, inversiones, dividendos, etc. El aspecto más importante es que el cupón del bono o la tasa de interés del préstamo esté vinculado al cumplimiento de ciertas metas, que en este caso son sostenibles, las cuales se denominan comúnmente como *Key Performance Indicators* (KPIs).



Para ilustrar este punto, se considera lo siguiente: de acuerdo al Acuerdo de París, un elemento esencial para combatir el cambio climático es el incremento en el uso de la energía renovable, por lo que un proyecto puede esquematizarse mediante una serie de objetivos o metas sostenibles y las métricas por las cuales se determina que dichas metas son cumplidas. En caso de no cumplirlas, se penaliza sobre el precio del instrumento, específicamente sobre un aumento en la tasa cupón del bono, lo que genera un incentivo para alcanzar las metas de los KPIs pactados. De igual forma, en el caso de préstamos, en caso de cumplir o exceder las metas, se puede obtener un beneficio en la tasa de interés.

Empíricamente, las entidades optan por este tipo de financiamiento debido a que les otorga mayor flexibilidad en el uso de los fondos. Un dato interesante es que, respecto a los instrumentos de Uso de Fondos en años anteriores, los bonos verdes eran más del 50% de la deuda en el mercado. Actualmente, se observan más bonos sostenibles, los cuales son una combinación entre uso verde y uso social. La razón principal radica en que los proyectos verdes emprendidos por los países o las empresas no son infinitos, por lo que, cuando se alcanza un techo de financiamiento, no se encuentran más en el corto o mediano plazo, pero si aparecen proyectos sociales, por lo tanto, el bono sostenible da flexibilidad de ubicar fondos a proyectos verdes y sociales.

II) Principios y proceso

i. Principios

Para cada uno de estos tipos de producto, existen principios internacionales que establecen diferentes criterios que se deben seguir para que el bono o el préstamo sea creíble, mismos que evitan el *Greenwashing*, el cual significa denominar algo verde, cuando no lo es ni contribuye a cumplir con metas “verdes”. Seguir esas pautas permite otorgar credibilidad al instrumento y cumplir los diferentes filtros que realizan los inversionistas. Existen instituciones que publican dichos principios, por ejemplo, *International Capital Market Association (ICMA)* para bonos, el *Loan Syndications and Trading Association (LSTA)* para préstamos.

A continuación, se presentan dos beneficios del uso de estos instrumentos:

- 1) Es un método eficaz para que la empresa o el país pueda comunicar sobre sus iniciativas ambientales y/o sociales.
- 2) En la emisión de bonos puede existir un precio más atractivo para el emisor, que se conoce coloquialmente como *Greenium*. La única forma de calcularlo es en el momento que se emitan dos bonos iguales, solo que uno posee una categoría sostenible y el otro no, por lo que pudiera existir una ventaja, ya que se diversifica e incrementa la base de inversionistas y de fondos y, por ende, puede incrementar la demanda por el instrumento. El *Greenium* que se vio históricamente, oscila entre 1 y 6 puntos base, aun así, depende de las condiciones del mercado. La percepción general es que, en un futuro, la curva de rendimiento se ajuste, inclusive para los fondos convencionales o tradicionales.

ii. Ejemplos

Ejemplo 1:

Caso de marco de financiamiento para bonos sostenibles²⁸. En línea con los estándares internacionales, existen tres secciones:

²⁸ Ver presentación página 6



- Uso del Financiamiento: desde ambientales (verdes) hasta sociales, pasando por los bonos azules (uso del agua, conservación de costas, ríos etc.). Se considera que existen buenas oportunidades en un futuro para emitir bonos azules.
- Evaluación y selección de proyectos: administración de los fondos de la emisión, esto es, uso del dinero mientras se ejecutan los proyectos verdes y sociales. Los informes son de suma importancia, debido a que el inversionista y el mercado requieren un alto grado de transparencia, justo esto ha sido uno de los problemas principales de la parte ASG y finanzas sostenibles. Se tiene que detallar el contenido del informe de asignación de fondos, y si se considerará reportar métricas de impacto, las cuales se están volviendo más importantes.
- Auditoría sostenible: debe existir un tercero que verifique que el marco del financiamiento se alinee con las mejores prácticas del mercado, normalmente conocidos como SPO (Second Party Opinion). Esto se hace por parte de empresas como Sustainalytics, ISS Corporate Solutions, Moodys ESG, S&P, Moodys.

Ejemplo 2:

Sobre los Bonos Soberanos Vinculados a la Sostenibilidad. Chile es el único país que ha emitido un bono vinculado a los compromisos del Acuerdo de París, el cual se emitió en marzo pasado. Este bono se podría estructurar tomando en cuenta estas Contribuciones determinadas a nivel nacional, que en inglés se les conoce como *Nationally Determined Contributions* (NDCs), hacia el Acuerdo de París, lo más común que tienen los países son los compromisos para reducir las emisiones de carbono absolutas netas. Para emisores corporativos esto puede ser diferente, debido a que existe un gran número de KPIs que se pueden incluir a nivel corporativo, como lo son los relacionados a emisiones, sociales como diversidad de género, economía circular, etc. Lo importante a dicho nivel es su significado per se y que posean una lógica de negocio, lo cual conlleva un tipo de análisis que también se realiza para que estén enmarcados con los principios internacionales.

iii. Proceso

El primer paso es definir cuáles serán objetivos sostenibles y el propósito de la emisión. Con base a estos dos puntos, se tendrá mayor certeza sobre la elección de un bono verde, social, sostenible, o vinculado.

El segundo paso es construir el marco de financiamiento, para un corporativo esto puede durar una semana, pero para un soberano un poco más. Se incluye: resumen del país, el perfil de sostenibilidad, lo necesario por normas internacionales.

Por ejemplo, del bono sostenible se tiene que detallar el uso del financiamiento, cómo se realiza la evaluación y selección de proyectos, la forma en que se van a gestionar los fondos, cuáles van a ser los informes. Otro ejemplo es el de los bonos vinculados a la sostenibilidad, donde se debe mencionar la razón de la selección de los KPIs, su justificación, metas, racional, características del instrumento, reglas para la variación en la tasa cupón, informes y proceso de transparencia.

El tercer paso es seleccionar un tercer participante que realizará la revisión del marco. Para corporativos, usualmente se selecciona uno preferido. Para soberanos, se recomienda consultar a varios, los costos pueden ser similares, pero poseen distintas experiencias en diferentes industrias, además importa la flexibilidad.

El cuarto paso, recae para el tercer participante, ya que se encarga de revisar todo lo relativo al marco de financiamiento, este proceso puede durar entre 4 y 6 semanas.



El quinto paso es el Roadshow, esto es, la llamada con los inversionistas, donde usualmente el marco de financiamiento se resume para que el inversionista tenga la certeza de la alineación con principios internacionales.

III) Mercado

Durante todo 2022 el mercado ha sido volátil. Esto se puede explicar, en primer lugar, que en 2021 se registró un récord en volumen de deuda, aproximadamente 1.7 trillones de dólares, incluyendo bonos y préstamos. Pero cabe destacar que se emitió también un gran volumen en deuda sostenible, y también en deuda vinculada. En 2022, hasta el momento, el mercado estuvo 23% por debajo de lo que se logró el año pasado. Existen razones macroeconómicas y políticas para explicar esto, como conflictos geopolíticos, el incremento en las tasas de interés, por lo que un gran número de corporativos no desean salir al mercado.

Para 2022, se sigue esperando un incremento en la deuda vinculada, por la flexibilidad en el uso de fondos, y también se espera un desarrollo continuo en la regulación. En la Unión Europea son pioneros en temas sostenibles y por ende la regulación está más avanzada. En Estados Unidos se ha unido a esto la SEC que está explorando otorgar condiciones de reportaje para empresas públicas relacionadas al cambio climático. Algo similar ha sucedido en Brasil, y en nuestros países en América Latina también se está contemplando. La transición energética es un tema medular y ya existen iniciativas para tratar el tema de la transición hacia energías más limpias. Además, otra tendencia que se está observando, es que los inversionistas son cada vez más sofisticados, derivado a que cuentan con sus propios equipos especializados en ASG que realizan una revisión y realizan su *due diligence*, para evitar noticias negativas.

Finalmente, los soberanos siguen siendo los protagonistas, y han existido varias emisiones en 2022. Este hecho es positivo porque incentiva el mercado local, tanto Colombia como México emitieron bonos locales. Aunado a que se establece una curva sostenible local, en la cual los corporativos también pueden referirse.

En América Latina se establece la misma tendencia en términos de volúmenes, se observó un año récord en 2021, ya que se emitió 56 mil millones de deuda. La mayor diferencia entre América Latina y la visión global es que se emitió más deuda social, principalmente por Chile y Perú, destinadas a cubrir los gastos relacionados causados por la pandemia del COVID-19. En lo que va del 2022, por lo que sucede a nivel global, el volumen ha bajado a 21 mil millones, y se han cambiado los bonos sociales por sostenibles, debido al factor flexibilidad. Lo interesante, es que Gobierno y entidades gubernamentales forman casi un 30% de todas las emisiones. Por otro lado, los corporativos empiezan a ingresar más al mercado, lo cual es positivo. Hace 2 años, era un 50% de la participación de Gobierno y entidades gubernamentales. Ahora, muchas empresas están interesadas en comunicar sus estrategias sostenibles y vincular su estructura de capital a sus metas sostenibles.

La tendencia en el mercado de bonos sostenibles en dólares americanos no es solo empresas en Estados Unidos, sino también empresas y gobiernos internacionales que están emitiendo en dólares americanos, muestra que la proporción de deuda ASG se ha mantenido muy parecida, oscila entre el 5% o 6%.

En el mercado en euros es diferente, debido a que está 20%, es un mercado más desarrollado sobre el tema. Sin embargo²⁹, la concesión es menor para bonos sostenibles que para bonos convencionales, hay una diferencia de 4 puntos base, mientras que para el año pasado era de 6 puntos base. La razón por la cual hay una concesión menor³⁰, es porque existe más demanda en los libros con esta deuda (sobre demanda de 4 veces en deuda sostenible, 3 veces en la convencional).

²⁹ Ver presentación página 12

³⁰ Ídem



IV) Conclusiones

Los países de la Alianza del Pacífico han hecho un trabajo extraordinario en empezar sus programas de finanzas sostenibles. Todos poseen algún tipo de programa. En cuanto a Chile, hay que destacar que casi el 30% de su deuda está ligada a algún instrumento de sostenibilidad. En 2021, emitieron bonos sociales y bonos sostenibles; en este año han emitido bonos sostenibles y el primer bono vinculado del mundo. Colombia fue uno de los primeros países en América Latina en emitir bono verde local y han continuado emitiendo este tipo de bonos. México en este año emitió un bono local sostenible que fue muy exitoso, ya había emitido bonos sostenibles en euros anteriormente. Perú ha emitido bonos sociales en euros y dólares americanos.

Por lo tanto, existe una alta tracción y los participantes locales están interesados en este tipo de instrumentos, esto significa un desarrollo de mercado relevante que están realizando los soberanos.

Presentación de Daniela Fajardo, Responsable de Servicios de ETFs en Scotiabank.

I) Panorama del Mercado de ETFs ESG

- i. Latinoamérica
- ii. Europa y Estados Unidos
- iii. Concentración de Activos

II) ETFs ESG de Renta Fija

III) Futuro ESG en la Industria de ETFs

- i. No todo es verde en el espacio de ETFs ESG
- ii. Viendo al futuro

I) Panorama del Mercado de ETFs ESG

Los ETFs de la categoría ESG, son fondos con métricas o factores ESG que se incorporan como un aspecto secundario a su estrategia principal de inversión. Estos han experimentado un crecimiento extraordinario, pero la adopción de este tipo de instrumentos llegó en el 2020, impulsado por la pandemia del COVID-19, que puso en el primer plano de la mente de los inversionistas, empresas emisoras, gestores de fondos, el enfoque ESG y poseer una estrategia diferente a la búsqueda de rendimiento.

La popularidad y el uso ESG dentro de estos ETFs se ha multiplicado, así como el número de activos, el número de productos y los flujos de entradas año con año. Actualmente existen alrededor de 1,100 ETFs que están enfocados en la temática ESG, y estos tienen activos bajo gestión (AUM) de 425 billones de dólares. Aunque el crecimiento ha sido exponencial, el término ESG en el ámbito general del mercado ETF es pequeño: los activos bajo gestión de Fondos ESG representan solamente alrededor del 4% de la industria de ETFs mundial, que tiene un valor de 9 trillones de dólares. Esto puede sugerir 2 puntos: 1) que el área ESG, tiene una gran área de oportunidad para crecer y aún hay varias oportunidades en el mercado, y 2) aunque hayan experimentado un gran crecimiento estos dos últimos años y adquirido gran popularidad, aun no logran ser adoptados y aceptados como una estrategia principal en la industria.

A pesar de esto, es difícil definir cuál de estos dos puntos es el correcto. En 2022, se ha observado alta volatilidad en los flujos³¹, los activos han decrecido por el rendimiento de los mercados, pero la inflación, el alza de tasas,

³¹ Ver presentación página 20



los mercados volátiles y la guerra en Ucrania han causado que el tema ESG, por lo menos, dentro de los ETFs asuma un rol secundario en la estrategia de los inversionistas, que se encuentran más preocupados en proteger su portafolio.

i. Latinoamérica

En Latinoamérica, en general, se encuentra retrasado en la adopción de ETFs, no solo en ETFs ESG, ya que la región cuenta solamente con 15 billones de activos bajo gestión, esto incluye el 1.7 billones de activos que tienen los Fondos ESG, por lo que se tiene oportunidad para crecer. En Latinoamérica solamente hay 5 ETFs, en México hay uno, el ESGMEX lanzado en 2020, en Brasil hay tres y en Chile hay uno.

El ESGMEX ha capturado el mercado ETFs ESG en Latinoamérica, el 99% de los activos están en este ETF e igualmente captura la mayoría de los flujos, esto representa un gran problema de concentración en la región.

En este contexto, hay 2 puntos a destacar:

1) Brasil siendo un mercado tan grande con 7 billones de activos bajo gestión y 85 ETFs, solamente cuenta con 3 ETFs ESG y se tienen 21 millones³² de activos en estos. No se ha logrado atraer mayor tracción, e igualmente Perú y Colombia están un poco más retrasados, que por el momento no han lanzado ETFs ESG.

2) En Latinoamérica se invierte solamente en acciones de los mercados locales, eso significa que no hay diversidad de activos, ni de estrategias, lo que puede causar que los inversionistas tanto institucionales como individuales, vayan a otros mercados, como Europa o Estados Unidos a comprar ETFs ESG porque estos ofrecen un poco más de variedad, tanto de activos de la estrategia ESG, el número de productos, etc.

ii. Europa y Estados Unidos

Europa claramente es el líder, no solo de la adopción general sino de las finanzas sustentables. Para las empresas de esa región, el tema ESG ha sido una prioridad, lo que se demuestra con los activos que tienen bajo gestión, debido a que el 62.5% de todos los activos son ESG. Cabe destacar del mercado europeo, es que tanto sus flujos, sus productos y los activos representan el 50% del mercado total europeo de ETFs, que quiere decir, que el 50% son de ETFs No ESG y el otro 50% son ESG; lo que la hace en la única región en este momento con dichos niveles de adopción tan marcados.

Por su parte, Estados Unidos parece enorme, comparado con su mercado local de ETFs, que vale 6 trillones de dólares (Estados Unidos tiene el ETF más grande del mundo, que es el ESGU con 22 billones de dólares), pero es sumamente pequeño.

iii. Concentración de Activos

Respecto al ESGMEX, la concentración en el espacio de ETFs ESG es preocupante. Se entiende por concentración, cuando la mayoría o una gran parte de los activos bajo gestión se encuentran en un pequeño número de fondos, por ejemplo, el 85%³³ de los activos bajo gestión se encuentran solamente entre 200 Fondos. A medida que crece el número de ETFs, el *ratio* de activos por Fondo disminuye, esto destaca porque la concentración de activos provoca que los ETFs ESG sean muy vulnerables a las entradas y salidas de inversionistas. Asimismo, aumentan las probabilidades de cierres en Fondos porque los activos bajo su gestión

³² Ver presentación página 21

³³ Ver presentación página 23



no justifican sus gastos. Por último, el punto más importante de la concentración, es que el crecimiento de la industria de ETFs ESG dependa solamente de pocos inversionistas.

II) ETFs ESG de Renta Fija

En la división de clases de activos en los Fondos ESG, el mercado accionario³⁴ con un 83% destaca como un líder. Un punto positivo es que el mercado accionario es la misma representación en el mercado total de ETFs, por lo que este dominio del *equity* no es exclusivo a los ETFs ESG, le sigue la renta fija y, por último, los *commodities* y Fondos que tienen activos mixtos.

En renta fija, el crecimiento y la adopción en los últimos años ha sido destacable, esto puede ser explicado por la popularidad del tema ESG lo que lleva al mercado de finanzas sustentables, que ha crecido de forma exponencial. Hay dos puntos a destacar:

- 1) Aunque los activos de renta fija representan el 16% del mercado ESG, estos Fondos han atraído el 31% de los flujos en 2022, esto sugiere que existe una mayor demanda por ETFs ESG de renta fija y;
- 2) Todos los mercados desarrollados de ETFs, es decir, Europa, Estados Unidos, Canadá y Asia tienen ETFs de renta fija, Latinoamérica no tiene ninguno, lo que podría sugerir, que quien emita el primer ETF ESG de renta fija, podría disfrutar de la ventaja del primer movimiento, *the first movement advantage*.

A continuación, se explican 3 estrategias principales:

- i. Las métricas y los puntajes ESG: no hay un enfoque a un nicho en ESG, se invierte en bonos de emisores que han sido elegidos por sus puntajes ESG marcados por los proveedores o por determinadas métricas ESG que son seleccionadas por el gestor de los fondos. Los ETFs que utilizan esta estrategia tienden a seguir índices, aunque hay algunos que poseen manejo activo, que eso podría darles ventaja, ya que ellos hacen este análisis ESG y no dependen de un proveedor externo.
- ii. Los Fondos temáticos: se enfocan en un tema específico en el ámbito ESG, son fondos alineados al Acuerdo de París, buscan empresas que emitan bonos que estén alineados al Acuerdo antes señalado, o emisoras que tengan un nivel de dióxido de carbono bajo, esta estrategia no se toma en cuenta como finanzas sustentables.
- iii. En la tercera estrategia coinciden las finanzas sustentables y los ETFs, invierten solamente en bonos designados como verdes, sociales o sustentables.

La estrategia más popular es la primera, debido a que se dispone de un mayor número de productos. Es fácil para un emisor lanzar un producto donde la mayoría de los índices ya están armados, solamente es cuestión de darle la etiqueta ESG. Por el lado de los inversionistas, es una estrategia más amplia, lo cual les permite como acceder sencillamente a estos productos.

III) Futuro ESG en la Industria de ETFs

- i. No todo es verde en el espacio de ETFs ESG

³⁴ Ver presentación página 25



Los problemas potenciales de los ETFs son el *Greenwashing*, siempre estará en primer plano para los inversionistas, para los emisores y para los reguladores. En los ETFs trata más de la falta de transparencia, la falta de comunicación, de cómo se define ESG y cómo se usan los *scores* para armar el portafolio final. Los ETFs no tienen una revisión externa, que los bonos sustentables sí. Esto ayuda a fomentar el *greenwashing*.

Otro problema es que el crecimiento de los ETFs ESG depende de un número reducido de participantes, debido a la concentración de activos y de inversionistas. En el mercado canadiense, americano y europeo, la adopción ha llegado del lado de los inversionistas institucionales, aunque la base de inversionistas parece amplia, se vuelve más restrictiva. En Europa, los inversionistas *retail* (*mercado minorista*), no tienen acceso a ETFs en general y eso complica que acepten y adopten estos ETFs ESG.

ii. Viendo al futuro

El enfoque principal son las regulaciones ESG que marcan la pauta para los proyectos sostenibles y para otorgar mayor transparencia a la hora de decidir una estrategia de inversión que involucra aspectos sostenibles.

En cuanto a productos, se espera que se sigan lanzando ETFs ESG y, lo más importante, que se convierten ETFs no ESG a estrategias ESG. Esto se ha visto en Europa, en 2022 se han convertido una cantidad destacable. Aun así, la falta de diversidad en los activos de los fondos provoca que estos no alcancen los suficientes para justificar sus gastos. En 2022 se han dado 15 cierres, que podrían ser pocos, pero está en proceso de superar el récord de terminaciones de 2020, que fueron para ese año, 18.

Finalmente, tendremos un poco más de productos, que serán con un enfoque un poco más específico. El mercado estará atento a una mayor adopción entre inversionistas, observando que realmente la base de inversionistas se amplíe y tengan más tracción en los mercados *retail*. El *greenwashing* seguirá siendo un problema y cómo los diferentes gobiernos o reguladores de estos tratan con este tema será relevante.

El crecimiento del espacio depende de la base de inversionistas, de la diversidad de los productos y de las regulaciones a futuro.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP) /Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositores:

Daniel Gracian y Daniela Fajardo.



Bloque 3: Mercado ESG



8ª sesión - Módulo 1: Estructuración ASG

8ª Sesión: 9 de septiembre de 2022

Presentación de Julio Mariscal, Director Ejecutivo de Mercados de Capital-Deuda en Latinoamérica en Natixis.

Thatyanne Gasparotto, Directora de Finanzas Sustentables en Natixis.

Panorama general del mercado y desarrollos recientes

- I) Finanzas Sostenibles al primer semestre 2022
- II) Mercado de Bonos Sostenibles
- III) Mercado de Créditos Verdes y Sostenibles
- IV) Fondos Verdes Globales
- V) Conclusiones

I) Finanzas Sostenibles al primer semestre 2022

Durante 2022 se ha experimentado periodos de alta volatilidad en todos los mercados financieros. Aun así, en los mercados emergentes y, especialmente, de Latinoamérica se han observado algunas fuentes de crecimiento que producen optimismo. Justo en este escenario es donde destaca el mercado sustentable, que empieza a posicionarse no solo como un instrumento de finanzas públicas, sino también de una herramienta que utilizan los inversionistas para desplegar capital en dicha región.

En el 2021³⁵ se observó una emisión de deuda sustentable extraordinaria comparándose con años previos, por lo que es un dato a tomar con precaución debido a distintos factores inherentes a dicho mercado. El 2022 (hasta agosto) el monto emitido se acercó al total de 2020, esto se puede interpretar como una resiliencia del mercado, debido a que se está posicionando de forma más sólida entre las decisiones de inversión y emisión.

Cabe destacar que su solidez también se explica debido a su diversificación, tanto de instrumentos como de emisores³⁶, de esto se explicará a mayor detalle en la siguiente sección.

II) Mercado de Bonos Sostenibles

Respecto a las emisiones soberanas sostenibles, en 2022, Latinoamérica tiene aún un gran número de inversiones que están próximas a ejecutarse, tanto en sectores de infraestructura, agricultura, y otros, lo cual es un aspecto muy positivo comparándose con otras regiones del mundo. Además, combinado con una estabilidad dentro de la región, resulta en un panorama atractivo para los inversionistas.

Entrando a detalles, todos los países de la Alianza del Pacífico han realizado emisiones³⁷ tanto verdes y/o sostenibles a través de distintos instrumentos. Por ejemplo, Chile emitió su primer bono en formato *Sustainability-linked bond*, mientras que México y Colombia ya han emitido en moneda local. Esta diversificación es muy

³⁵ Ver presentación página 2

³⁶ Ver presentación página 2

³⁷ Ver presentación página 3



importante para el mercado debido a que los inversionistas valoran la consistencia, por lo que un acceso continuo lleva a un efecto *halo*, que consiste en una transmisión de la percepción de una emisión a las subsecuentes. La participación de los cuasi-soberanos, como los bancos de desarrollo, también han experimentado un crecimiento destacable en la región.

En Latinoamérica, del lado de los corporativos, uno de los sectores clave (aparte del sector financiero) es el de energía, de igual forma a nivel global, lo cual es natural porque es una clase de activo muy bien comprendida en el mercado y también se enraiza en la discusión de la transición a energías más limpias. Además, tanto los sectores de industria y bienes de consumo³⁸ representan un área destacable para la región. Esta diversificación representa al inversionista que los proyectos se encuentran en todo el espectro económico.

La participación de instituciones financieras ha estado creciendo, para 2022 representa casi 5% de la participación global, y cada vez más explora otros temas. Esto es por varios factores, uno es su fácil acceso a estructuras que son de acceso directo a recursos (*use of proceeds*), específicamente a proyectos verdes debido a un mayor número de métricas, por lo que existe mayor visibilidad sobre los activos que están siendo financiados.

Por último, tratando con los corporativos excluyendo al sector financiero, se observó un aumento en el número de emisiones en formato *linkado*³⁹. Este formato ha sustituido la función de los bonos de transición por una cuestión de estructura de la operación, ahora existe un vínculo directo con el desempeño de los proyectos, aspecto muy importante para aquellos proyectos ubicados en sectores intensivos en emisión de carbono. Estas emisiones pasaron de 2020 con 1,250 millones de dólares a 11,789 millones para 2021⁴⁰. Se debe seguir de cerca este tipo de emisiones, ya que es muy probable que jueguen un papel fundamental para la transición en sectores principales para la región (minería, extracción de petróleo, acero, entre otros).

III) Mercado de Créditos Verdes y Sostenibles

Cuando los mercados de bonos experimentan alta volatilidad, los inversionistas, especialmente para países emergentes, buscan alternativas de financiamiento directo o bancario. De igual forma que en el mercado de renta fija, en 2021 se experimentó un crecimiento exponencial debido a la influencia de la pandemia de COVID-19, pero para 2022, es un monto menor, sin embargo, en línea con la tendencia anterior a 2021.

En el tercer trimestre de 2021, Latinoamérica llegó a tener una participación de mercado del 31% en este mercado⁴¹. Aunque después dicha métrica muestra una baja, es consistente con los proyectos aun en puerta que tiene la región, como se mencionó en párrafos anteriores. Por lo que asegurar un flujo de proyectos y productos financieros sostenibles es una tarea permanente para seguir obteniendo el interés de los inversionistas.

En este mercado también aparece el formato *sustainability linked* y se observa que ya se han emitido montos considerables en Latinoamérica. Este hecho reafirma el punto sobre su principal posicionamiento dentro de las estrategias de inversión.

IV) Fondos Verdes Globales

³⁸ Ver presentación página 4

³⁹ Sustainability-linked bonds.

⁴⁰ Ver presentación página 4

⁴¹ Ver presentación página 5



El mercado de finanzas sostenibles comenzó⁴² en 2014 y desde entonces se ha hecho notar para los inversionistas. Este aspecto se ha mantenido hasta ahora y la base se ha ampliado, por lo que ahora los emisores pueden obtener una mayor demanda por sus instrumentos sostenibles.

Actualmente, la mayoría de los fondos verdes se encuentran denominados en euros⁴³ pero en un corto espacio de tiempo, los activos en dólares han alcanzado un aproximado de 8 billones de dólares en 31 fondos. Esta potencial demanda se traduce mediante el “*greenium*”, que se refiere a una sobre demanda, debido a una base de inversionistas mayor a la de las emisiones tradicionales, que finalmente impacta en un premio sobre el precio. La mayoría de las emisiones han experimentado este premio.

Además, los fondos también se han enfocado sobre las emisiones bajo formato *sustainability linked*, donde la selección de los KPIs⁴⁴ es esencial para reconocer si el proyecto subyacente está libre de *greenwashing*. Este punto es una de las mayores críticas para este mercado, que aún está en desarrollo, por lo que este formato ofrece mayor transparencia y una posible solución para este problema. El principal KPI que se busca es el de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, mientras que otros más se han generado con base a los principios ICMA.

Al respecto de la generación de KPIs, también se encuentra los esfuerzos para concretar taxonomías que identifiquen y delimiten los proyectos sostenibles. Colombia ya publicó la suya, y se sabe que los demás países de la Alianza se encuentran en proceso de una. El esfuerzo para el desarrollo de un mercado sostenible estriba también en delinear líneas para asegurar comparabilidad y ofrecer credibilidad al mismo tiempo.

V) Conclusiones

Latinoamérica ha hecho avances muy relevantes en el tema de finanzas sostenibles y ha podido crear su propio sendero, en donde los inversionistas han encontrado un lugar atractivo lejos de temas geopolíticos y que se anticipó al ciclo monetario de países desarrollados. Aunado a la diversificación de los proyectos y un compromiso sólido para el combate contra el cambio climático, la región podrá atraer más inversionistas en pro de sus objetivos sostenibles.

Sesión de preguntas y respuestas (sección de anexos en el Manual).

Participantes:

Grupo de Trabajo de Integración Financiera (Países miembros de la Alianza del Pacífico).

Moderadoras:

Paula Espinosa (SHCP)/ Erika Serrano (Coordinación Nacional de México en el Consejo de Ministros de Finanzas de la Alianza del Pacífico).

Expositores:

Julio Mariscal/Thatyanne Gasparotto

⁴² Aun así, no se puede hablar de un consenso general.

⁴³ Ver presentación página 7

⁴⁴ Key performance indicators.



Anexos: Preguntas y Respuesta de las Sesiones del Taller



Bloque 1: Estructuración, Constitución y Registro

Anexo A - Módulo 1: Estructura General

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1.

¿Qué tanto también el tema del ETF, que depende mucho de la parte retail de las finanzas está asociado con el desarrollo de la industria fintech, en específico, todas estas plataformas que facilitan la compra de posiciones a través del celular?

Respuesta de Nicolás Gómez:

El término *fintech* es muy general, en el sentido de que hay muchas diferentes compañías de *fintech*, desde pagos hasta compañías que van hacia desarrollar plataformas de inversión para el mercado *retail*, ya sean nuevas o sean las partes de los bancos que lo tienen y todavía no lo han potencializado, definitivamente, a medida que te vayas más hacia las fintech que quieren ayudar a construir plataformas de inversión para sus clientes son plataformas que van directamente al consumidor, son tendencias que van a contribuir a la democratización y al acceso de instrumentos de bajos costos, eficientes y líquidos como los ETFs, entonces, por ejemplo, hablando de las plataformas directas al consumidor que hay por ejemplo en Estados Unidos como: FIDELITY, AMERITRADE, E TRADE, como el 12% de las posiciones ahí son ETFs, entonces sí, yo creo que a medida que se sigan desarrollando *fintech* en Latinoamérica y vayan subiendo o incorporando más la parte de inversiones, los ETFs serán instrumentos interesantes para estas plataformas, y el uso, acceso, operación de ETFs por estas plataformas van a contribuir a crear liquidez y puede ser un catalizador para empezar crear este círculo virtuoso que he estado mencionando.

Por ejemplo, hemos visto que el TRI en Colombia, lo que ha hecho, ha bajado de una forma importante los costos de operación para las personas *retail* y también han empezado a educar a los clientes finales alrededor del rol y los atributos de los ETFs y estás empezando a ver operaciones de ETFs con plataformas como el TRI, direccionalmente 100% quiero distinguir que hay mucho tipo de *fintech*, pero direccionalmente sí.

Respuesta de Daniela Fajardo:

Complementando la respuesta de Nicolás, tiene razón, las *fintech* y todas estas Robinhood, Herald Tree Comission Trading plataformas, están dando impulso a que sean los ETFs más adoptados por *retail*, de hecho, hace poco salió una encuesta de PWC, donde los encuestados dicen que alrededor del 80% de la demanda futura va a venir de estas plataformas, entonces sí, son bastante importantes para el desarrollo en retail, y esperamos que solamente sea positivo este crecimiento.

Pregunta 2.

¿Qué han identificado de impactos en el activo subyacente, o beneficios, por estar incluidos o calificar, para ser incluidos en índices, vis a vis algunos papeles que no han visto quizás beneficios en precio, claramente va a haber beneficios en la bursatilidad y transaccionalidad, pero si nos comentan del impacto al final en el activo subyacente que nosotros como emisores es el que al final está en nuestro balance?



Respuesta de Nicolás Gómez:

Donde lo he visto en particular, ha sido en los productos que son locales, que son líquidos en Latinoamérica, hay 3, el NAFTRAC, el IBOVESPA BOVA 11 de Brasil, de nosotros y el de ITAÚ que son líquidos, estos se han vuelto instrumentos que inversionistas extranjeros utilizan para comprar renta variable mexicana o para comprar renta variable brasileira, no sé exactamente cuáles son los números, pero en México el *bid offer spread* de la canasta del IPC de la bolsa, llámalo 20 o 25 puntos base del ETF es 3.4, entonces es más barato comprarla por medio del ETF y en Brasil lo mismo, pero fuera de eso, yo todavía no veo, la visión si eventualmente los ETF de Deuda que han empezado a salir, nosotros tenemos la plataforma de ETF de Deuda en México, ITAÚ tiene una en Brasil, se acaba de anunciar un producto en Colombia, si el ecosistema y estos proveedores pueden desarrollar una liquidez interesante, donde sea más barato comprar el activo de deuda en estos países por medio del ETF versus los bonos en directo, puede ser un canal de acceso para el mercado internacional, pero todavía no estamos ahí, yo creo que los únicos dos lugares donde se puede hacer el caso y donde yo he visto inversionistas internacionales, comprando, accediendo a estos mercados por medio de ETFs es en *equity* en México y en Brasil.

Respuesta de Daniela Fajardo:

En cuanto a cómo afectan los activos subyacentes, como Nicolás mencionó, permiten el acceso a mercados que no son fáciles de acceder, de invertir, pero otra parte es, por ejemplo, en la crisis del covid 2020, marzo 2020, los ETFs de *fixed income* como de bonos siguieron funcionando y realmente sobrellevaron el mercado de *fixed income*, totalmente, porque se desprendió el precio, el valor de los bonos, en esta crisis, en esta volatilidad, no había liquidez en este mercado y los ETFs tomaron el lugar de los activos subyacentes y permitieron que inversionistas institucionales, inversionistas de *retail* tuvieran un valor exacto y justo, lo más posible, a lo que realmente debería haberse visto reflejado en los bonos, ahí también el ETF tiene esta otra característica que se llama *price discovery*, que cuando el mercado subyacente no está funcionando, el ETF por el círculo virtuoso que mencionó Nicolás, tiene la capacidad de reflejar este valor y de no afectar a los inversionistas que están en este mercado.

Pregunta 3

¿Qué expectativas de crecimiento ven en los ETFs sustentables, por lo menos en los próximos años, en que regiones en especial y cuáles serían las ventajas competitivas en cada región?

Respuesta de Nicolás Gómez:

Hubo un gran crecimiento y va por esos dos lados, los inversionistas es lo que quieren, por un lado, y, por otro lado, estamos viendo mejores retornos a mediano y largo plazo de estas estrategias, el lugar donde más vivo está este tema es en Europa, el 50% de los activos el año pasado, que entraron a ETFs en la plataforma de Ishares, entraron ahí. En Estados Unidos, como muchas de las cosas, en Estados Unidos está muy polarizado y el tema ESG se ha vuelto parte de la discusión de polarización, donde hay un partido y la mitad de Estados Unidos piensa de una forma y hay otra mitad que piensa de otra forma, se va a seguir desarrollando, pero hay un poquito más esta polarización política alrededor de ESG, y en Latinoamérica yo te diría que, en México nosotros tenemos un ETF que ha crecido mucho, pero ha sido por el convencimiento de los atributos que discutí de las Afores, todavía no hemos visto una adopción mucho mayor fuera de las Afores, yo creo que es un tema de educación, de más historia de mejores retornos, pero yo creo que tiene crecimiento. En Brasil hay un ETF de BTG, pero no ha crecido mucho, nuestro ECO que es un producto viejo, tampoco ha crecido mucho, también es un tema de educación. El mercado brasileño es lo suficientemente amplio para que puedas construir estrategias de ESG,



otros mercados fuera de Brasil y de México es más complicado por el número de acciones, de emisoras, en Colombia, en Perú, en Chile es más complicado diferenciar un producto para que se pueda hacer un producto de ESG, en mi opinión, con las emisoras actuales, pero en Brasil y México sí, yo creo que es un tema de continuar la educación, hacia el futuro.

Respuesta de Daniela Fajardo:

Hemos visto un crecimiento exponencial de los ETFs ESG tanto en los gestores de activos de estos fondos como en la oferta de productos, lo que nosotros hemos visto y parte de mi rol aquí en este equipo es hacer comentarios e investigar del ecosistema, no sólo en Canadá, sino en Estados Unidos y en la parte ESG; y ESG ETF y cómo han crecido, lo que nosotros hemos visto es este crecimiento realmente viene de los *inflows* de nuevo dinero hacia estos fondos, ahora cabe mencionar que este nuevo dinero, ocasionalmente, o la mayoría de las veces está muy concentrado a sólo cierto número de fondos, hay una diferencia bastante grande del ETF que tiene muchos más *assets*, me parece que es ESG U de Ishares el ETF que menos tiene, entonces es un tema un poco controversial, porque los *assets* que están en este tipo de fondos, solamente forman parte de alrededor del 2% de los *assets* totales de ETF de todo el mundo; entonces aunque han crecido, creo que todavía no son parte fundamental del mercado, y no sé si llegarán a ser parte fundamental del mercado, por la falta de regulación, el *greenwashing*, todavía tienen estas incertidumbres, esta nube de incertidumbre que no les permite crecer, en mi opinión hemos visto más crecimiento de productos que de activos en estos ETFs, esto no quiere decir que sean malos, ni que no tengan parte en el ecosistema, pero no sé si vayan a llegar a ser una parte clave de la industria.

Pregunta 4

Existe la figura de Fondos de Fondos, Nicolás o Daniela conocen la experiencia o si existe un producto de ETF sobre ETF, un poco pensando desde la perspectiva regional, nosotros somos emisores de potenciales subyacentes de un ETF, y a futuro poder brindar a un inversionista una exposición regional de deuda podría ser interesante ¿Ustedes conocen este tipo de ETFs y qué tal es su liquidez?

Respuesta de Nicolás Gómez:

Pensando un poquito hacia dónde va tu pregunta, un ETF que tenga ETFs compuestos de instrumentos de deuda de Colombia, otro de Chile, otro de Perú y otro de México y que con esto le des una exposición a deuda latinoamericana o de Alianza del Pacífico a los clientes, ¿por ahí va tu pregunta? (El participante contesta la pregunta).

ETFs de ETFs, los que hay en Latinoamérica son ETFs locales que tienen ETFs internacionales adentro, eso es lo que hemos visto, por temas regulatorios, en particular en Brasil, el tema con el listado de ETFs internacionales solo pasó hace un año, antes para tener exposición internacional en Brasil con un ETF, necesitabas tener un ETF local con ETFs internacionales, así que debe haber 10 o 15 de esos, en México hay uno, que tiene un ETF adentro de ishares, está fichado al peso, pero era por el tema del peso, pero así como de ETFs de diferentes tipos de activos no lo hemos visto, todavía no existen los *building blocks*, existe en Brasil, ahora con el de ustedes va a existir en Colombia, existen en México, lo interesante es ver cuál es la demanda, y por qué lo utilizaría alguien versus comprar los bonos en directo, volvemos al huevo y la gallina, necesitas un inversionista retail que quiera acceso a estos 3, 4 o 5 mercados, y el ETF es una solución, pero entonces el huevo y la gallina, antes de que exista el ETF necesitas la demanda, la cual, en mi opinión no existe hoy en día, todavía.



Pregunta 5

De este lado, el mercado, ¿cómo ven la competencia entre dos ETFs que tengan un subyacente, o que inviertan en subyacentes similares? Digamos, ahí el mercado ¿cómo distribuye la demanda? O del lado de inversionistas ¿se prefiere a uno, se divide el riesgo en varios?, ¿cómo el mercado trata estos ETFs? que cada vez son más y pareciera que tienen un apetito de riesgo muy similar.

Respuesta de Nicolás Gómez:

Te doy el ejemplo de Brasil, en Brasil existen como 7 ETFs de exposición al IBOVESPA. El primero fue el de nosotros, que sacamos en el 2008, fue exitoso, pero siendo muy abierto, la Bolsa en Brasil tiene relaciones con los diferentes bancos brasieños y, por ende, ellos, después de un tiempo, le abrieron el índice de IBOVESPA a muchos otros jugadores, que viendo el éxito que habíamos tenido nosotros, pensaron que ellos también lo pudieran tener y yo creo que por las relaciones estrechas que tiene la Bolsa con los otros bancos en Brasil sentían que lo tenían que hacer. En Estados Unidos, debe haber 4 o 5 ETF en P 500, de pronto hay más, pero hay 3 importantes, uno en t street, de Ishares, Vanguard. Ahora volviendo al tema de ¿qué hace que un ETF sea más poderoso?, es, si juntas toda la oferta y la demanda en un sólo ETF y ahí está toda la liquidez, eso hace que los ETFs sean más poderosos, entre más liquidez tenga un producto, más eficiente sea un producto, más demanda va a generar y esa demanda genera más liquidez, que llegas a la visión de lo que mostré de el de *high yield*, entonces, yo pienso que para el mercado de valores no es bueno tener una exposición donde estés pulverizando el sitio de encuentro de los inversionistas en muchos ETFs, yo creo que tiene más sentido tener 1 o 2, que se utilicen en donde todo el mundo se encuentre, pero existe un tema de lo que tiene más sentido para el mercado de capital y también lo que tiene más sentido dentro de un mundo en donde hay muchos jugadores de ETFs, en donde necesitas opciones, diferentes precios y hay relaciones de las entidades, de los índices, de los custodios con muchos ETF managers es un poquito mi visión.

Respuesta de Daniela Fajardo:

La visión que nosotros tenemos como formadores de mercado, a nosotros realmente qué ETF compre algún inversionista no nos importa, a nosotros si compran Ishares, State Street es lo mismo, alimenta al ecosistema, alimenta a la industria, aquí lo que importa bastante y lo que también siempre les recalamos a los proveedores, especialmente a los que son pequeños, o que no son tan conocidos en el mercado, que no tienen ese *branding*, ese *marketing* tan grande como otros, es su poder y su plan de distribución y de acceso a otros inversionistas, tanto a institucionales, pero sobre todo a *retail*, a estos canales de gestores de activos, banca privada, etc; lo que nosotros siempre les decimos es que ningún proveedor ha fallado en lanzar un producto, pero el que lo lances no significa que va a ser comprado, entonces, tener este plan establecido de distribución, tener un equipo de ventas que entienda no sólo el producto y la estrategia del producto, sino el ETF y toda la estructura de la industria y cómo funciona y cuál es el *pricing*, es bastante importante para que tu ETF sea vendido y sea desarrollado, entonces la estrategia de un ETF puede ser buenísima y puede tener muy buenos rendimientos, pero si no tienes este plan de distribución y este equipo de distribución, tu ETF va a pasar desapercibido en el mercado, eso es lo que nosotros observamos como formadores de mercado.



Pregunta 6

¿Ustedes recomiendan usar ETFs físicos o los otros que son réplicas sintéticas, creo que hay esos dos tipos para estructurar ETFs? y por otro lado, me gustaría saber ¿Cómo visualizas los ETFs al futuro? Hay una variedad de ETF ¿Creen que en algún momento lleguen a reemplazar a los Fondos de Inversión? ¿Cómo están visualizando el mercado?

Respuesta de Daniela Fajardo:

Empiezo con la primera pregunta, activos físicos y activos como derivados, los que no están sintéticos, ahí eso depende claramente del proveedor del ETF y de su estructura que le permita tener eficiencia de impuestos, hay veces que un ETF funcionan con *Total Return SWAPS* y esto lo hacen por su línea corporativa, y la estructura de este emisor que les beneficia tener, en vez de los físicos un ETF sintético, entonces esto depende de la estructura del emisor, básicamente. En cuanto a cómo afectan a los inversionistas, usualmente, los sintéticos por tener este costo del *roll over* llevan un poco más de costos escondidos, en la parte de que este *roll over* come un poco el rendimiento de los inversionistas, entonces es otra parte a considerar, así como la liquidez que pueda tener este mercado subyacente, y la facilidad y el costo de encontrar una cobertura, porque si a nosotros como formadores de mercado nos cuesta trabajo contratar esta cobertura o nos cuesta bastante, ese costo, ese bid-ask spread va a crecer y va a ser pasado ultimadamente al inversionista, entonces esas son las consideraciones que tienen que tomar en cuenta al emitir un fondo sintético.

Ahora, del futuro de ETFs, yo lo veo creciendo, cada vez más vemos un *Active Mutual Funds* especialmente en los mercados un poco más desarrollados, creo que, en los mercados latinoamericanos, así como en otros mercados, por ejemplo: de Asia, todavía existe esta falta de educación y de conocimiento de los ETFs, que puede ponerle un pequeño tope al desarrollo, pero en general, yo veo que los ETFs van a seguir creciendo, hay demanda de los inversionistas por un costo mucho más bajo, hay diversas estrategias, hay nuevos productos, tienen bastantes ventajas que juegan a su favor.

Respuesta de Nicolás Gómez:

Añadiría por el lado de la estructura de los ETFs que la mayoría de nuestros ETFs son físicos, y si pueden ser físicos, por lo general los hacemos físicos, por el tema que mencionas alrededor de que son más transparentes los costos y son más claros, de que tú eres dueño de ese subyacente, en vez de dueño de un contrato de derivado, también es mucho más amigable para los reguladores, los reguladores los entienden mucho mejor y se sienten más cómodos; ahora, no puedes dar exposición a todo de una forma física, entonces por ejemplo en el mundo de *commodities* generales, pues necesitas un derivado, el oro y la plata si lo puedes tener en físico guardados, eres dueño de eso, pero hay otros, donde si necesitas el uso de derivados, también con la evolución de ETFs también empieza a haber ETFs que tienen *hedge* de moneda o *hedge* de tasa y pues si tienes ese tipo de cosas tienes que tener un derivado adentro, en términos generales tendemos a ser más físico, pero hay algunas estrategias de ETFs que necesitas el uso de derivados.

En cuanto al crecimiento de los ETFs, en los últimos 10 años hemos visto un crecimiento de los ETFs esos porcentajes de los que hablamos y hemos visto a los Fondos Mutuos cayendo en valor, yo creo que ahí hay dos cosas: 1) en promedio y por los costos más altos, en promedio, obviamente hay unos que, si dan retornos o que, dan alfas positivas, pero en promedio la industria de Fondos Mutuos Activos, después de costos, no le ganan a sus *benchmarks*, entonces a medida de hay más transparencia, más información, más democratización la gente se va a dar cuenta de esto y ves salida de esta industria, por un lado, pero también creo que aunque vayan en direcciones opuestas, yo creo que siempre va a haber el *roll* para los Fondos Mutuos, porque los Fondos Mutuos



es el mejor instrumento para tener una estrategia activa, sin estarle compartiendo la estrategia al mercado, porque una parte de los ETFs es como tú sabes en todo momento qué tienes, qué hay dentro del ETF, y qué cambia de un día a otro, aunque hay ETFs activos, al ser un ETF tú le estás mostrando al mercado cuál es tu estrategia de inversión, en un Fondo Mutuo no, tu no muestras lo que tienes, ni tus cambios, hay un lag de 1 a 3 meses, dependiendo, entonces si tú eres un buen manejador activo y generas alfa, necesitas el Fondo Mutuo para proteger tu estrategia, por un lado, y el otro tema de los Fondos Mutuos y obviamente aquí es donde vemos los mercados como los asiáticos y latinoamericanos, como dijo Daniela, donde todavía falta mucho por recorrer, mucha educación, mucho conocimiento, mejor manejo de conflictos de interés, y donde el Fondo Mutuo, ahí puedes pagar distribución, retrocesiones, lo cual es más difícil con un ETF, por lo cual, yo creo que todavía falta mucho para que cambie este modelo en Latinoamérica, en países desarrollados ha ido cambiando muchísimo, donde los *wealth manager*, asesores financieros que manejan carteras, empiezan a cobrar más por el manejo, independientemente del producto que tengas dentro de la estrategia, es una cosa que se llama *adviser you*, que cobras por *asset under management*, básicamente sólo le cobras a tu cliente, un costo según los activos que manejas, y tú no recibes nada de dinero de los productos que pones en esta cartera, ese alineamiento, que no hay conflicto de interés con el cliente final, hace que los asesores empiecen a utilizar más y más ETFs, porque son productos muy eficientes en costos y liquidez, entonces es una tendencia muy importante, que ha contribuido con el gran crecimiento de los ETFs, pero todavía falta mucho para que llegemos a Latinoamérica con esa dinámica.



Anexo B - Módulo 2: Estructura Legal

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1.

¿Hay diferencia en el tratamiento fiscal para personas versus para corporativos o instituciones?

Respuesta de Eduardo Flores:

No, en el ETF en particular, sino que es el régimen fiscal que a cada uno le toca, las personas físicas pagan ISR al final del año, en su declaración anual, y la tasa que te toca pagar depende de los ingresos que tengas, entonces, va creo que del 30 al 35, mientras que para empresas es solo el 30. Hay ciertos tipos de valores que tienen exenciones, hay otros que no, pero el ETF por sí solo, no paga impuestos distintos dependiendo el tenedor, más bien, es el tenedor quien tiene ese análisis por su régimen fiscal aplicable.

Pregunta 2.

Vimos los regímenes fiscales para *equity* y *fixed income*, para el caso de *commodities* ¿cómo sería?, ¿o es igual que *equity*?

Respuesta de Cristina Stiefken:

Cuando el subyacente es un *commodity* depende de que jurisdicción estamos hablando, en el caso de Colombia tenemos primero el paso al diferimiento, pero cuando se acaba el diferimiento tenemos que ver cada renta, según su naturaleza, digamos en la venta de *commodities*, puedes tener un ingreso que sea una renta ordinaria o que sea una pérdida y asimismo se reconocería en cabeza del inversionista, es decir, cuando el inversionista redime los rendimientos, tendría que ver qué parte de esos rendimientos corresponden a la enajenación del *commodity* y si esa operación de enajenación del *commodity* dio lugar a una renta o a una pérdida y lo tendría que reconocer dentro de su impuesto sobre la renta como una renta ordinaria o como una pérdida ordinaria, en caso de ser una renta ordinaria, pues sumará a la base gravable y estará gravado por el impuesto sobre la renta, que en el caso de personas jurídicas es de 35 %, en el caso de personas naturales es una tarifa progresiva, que llega hasta el 39%, dependiendo del *bracket* en el que esté y si es una pérdida en la enajenación del *commodity*, por regla general, obviamente hay excepciones, sería una pérdida que puedes compensar y que puedes tomar para aliviar tu carga fiscal en Colombia.

En los casos chileno y peruano no transparentas la naturaleza de la renta, sino que, cuando ya acabaste de devolver capital, la naturaleza de ese rendimiento va a ser siempre dividendo, independientemente de lo que lo haya generado, sea una venta de un *commodity* o venta de una participación en una acción, sea un dividendo del subyacente, independientemente de lo que hay abajo, en esos dos países se trata como un dividendo y se grava así. Entonces, ahí lo que se tiene que ver, es si es persona jurídica o, si es persona natural. En el caso de Chile, decíamos las personas jurídicas no se gravan, solo los dividendos que reciben en Chile, las naturales sí, hasta el 40%, los no residentes si se gravan sobre el dividendo, pero tienen entonces el derecho al crédito fiscal, entonces ahí se debe ver si hay lugar a un crédito imputable, en el caso de los *commodities* probablemente al no ser una sociedad no va a haber un crédito fiscal en ese caso. En Perú para todo mundo estaría gravado al 30% del componente que se considere dividendo de la distribución.



En el caso de mexicano, ya lo había mencionado Eduardo cómo funcionaba el tema de la transparencia, que si no me equivoque distribuye entre dividendos, intereses y ganancias de capital, son los tres tipos de rendimiento.

Eduardo Flores:

Entiendo que sí, pero tengo que confirmar con mis colegas fiscalistas, si quieren, checo y si hay cualquier diferencia mando correo, pero entiendo que si es así.

Cristina Stiefken:

Seguramente calificaría como un rendimiento financiero, pero eso va a ser confirmado por los expertos mexicanos.

Pregunta 3

En el caso hipotético de que haya un ETF y el subyacente sean bonos soberanos, entendiendo de que los bonos soberanos son bonos emitidos por cada uno de los gobiernos, a veces tienen un tratamiento especial, incluso a veces la imposición o la carga fiscal es menor en este tipo de instrumentos, pero entendiendo que un ETF tendría estos bonos soberanos, estos bonos gubernamentales ¿el dividendo sería gravado indiferente? cargado como si fuera cualquier otro dividendo ¿correcto?

Respuesta de Eduardo Flores:

En el caso mexicano lo que pasaría es que el Fideicomiso es transparente, entonces no pagan impuestos y más bien, cada inversionista, pagaría los impuestos conforme a la tasa que les toca por el tipo de interés que está recibiendo, entonces, pensaría que ese mismo impuesto o esa misma tasa preferente que tienen los bonos gubernamentales, si los tienes en directo, los tendrías aquí.

Respuesta de Cristina Stiefken:

En el caso de los otros tres países, en Colombia la naturaleza se mantiene, si es un ingreso de un bono soberano, será gravado cuando se acabe el diferimiento como un ingreso de un bono soberano en cabeza del inversionista, tal como si tuviera el bono soberano directamente, ahí no te va a distorsionar la naturaleza, el hecho de pasarlo a través de un ETF.

En el caso de Chile y Perú, entiendo que, si te distorsiona la naturaleza en esas distribuciones, porque en esos casos, sí, lo que no sea imputable a capital se considerará un dividendo y no a mirar la naturaleza propia de las rentas que se están distribuyendo, sin embargo, con gusto lo confirmamos con los colegas de Chile y Perú.

Pregunta 4

Dado su *expertise* jurídico y la exposición que nos acaban de hacer de los ETFs, ustedes consideran que el marco jurídico que nos explicaron ¿es el adecuado o sugerirían ajustar o realizar alguna modificación?

Respuesta de Eduardo Flores:

En México, parecería ser que funciona muy bien, la realidad es que ha seguido habiendo emisiones, todavía el año pasado hubo una, incluso es bastante amplio, porque te permitiría hacer ETFs activos o pasivos y con casi



cualquier clase de activo, incluso se ha analizado que, jurídicamente, se podrían hacer ETFs, con activos virtuales, aunque al Banco de México no le gusten y por eso no se han hecho, pero te diría que, en general, la regulación financiera en México funciona bien, la fiscal como todo, conforme se quieran hacer ETFs con nuevos activos, habrá que revisar si caen o no dentro de la regulación fiscal, porque muchas veces se regula con base a los casos que se presentan, ahí habría que ver si eventualmente se quiere hacer un ETF nuevo o con algún activo nuevo, si habría que revisar la regulación fiscal, pero la financiera yo creo que funciona bien, la que se sacó hace unos años

Respuesta de Manuel Quinche:

Del lado colombiano, yo pensaría que es una buena regulación, para el caso de algunos países de la Alianza del Pacífico es una buena regulación, que sería un instrumento aún mejor, sí los mercados bursátiles en Colombia y Perú fueran más robustos y creo que es ahí donde digamos el regulador del mercado, como la Bolsa de Valores, vemos todos los agentes que participan en él, tienen una tarea pendiente importante y es desarrollar esos mercados, obviamente con la fusión de las bolsas, la Alianza del Pacífico, etc., es algo que se está persiguiendo, pero el caso del mercado colombiano, es un mercado bastante limitado en los instrumentos que se pueden invertir, habiendo dicho eso, es un instrumento que va a dar muy buena cuenta en un momento futuro cuando nuestros mercados sean más robustos.

Respuesta de Cristina Stiefken:

Desde la parte fiscal, lo único que añadiría es que, si bien, para los fondos locales las reglas son claras y tienden a ser bastante buenas, en general, tal vez lo que es extraño y es común a todos nuestros regímenes en la región, es el tratamiento de los fondos de exterior como entidades opacas, esa tendencia distorsiona mucho el tratamiento fiscal, digamos el tratamiento que se le quiere dar a este tipo de vehículos, no solamente para los ETFs, sino en general para los fondos, tal vez lo único que yo añadiría, sería ideal que hubiera una regulación donde se obligará a acoger un poco esas directrices que ha dado la OCDE, sobre cómo debería verse si la entidad es opaca o transparente en su jurisdicción de origen, para determinar cómo debe hacerse la tributación, porque si genera unas distorsiones y unos incrementos en tributación innecesarios, al considerarse opacos siempre.

Pregunta 5

Para el caso de ETFs de renta fija ¿es común distribuir el pago de intereses a los inversionistas o estos realizan reinversión de estos intereses?

Respuesta de Eduardo Flores:

Al menos en México, por regulación fiscal tienen que distribuir intereses, entonces no lo reinvierten, los de renta fija.

Respuesta de Manuel Quinche:

Entiendo que en Colombia es similar.



Anexo C - Módulo 3: Registro, Listamiento y Mantenimiento

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1.

El crecimiento que han visto en los ETFs de equity ¿es comparable con el crecimiento que ha habido con el de fixed income, o no?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

La mayoría de los listados que hemos tenido en los últimos años, inclusive, han sido dependiendo las condiciones de mercado, este año, estamos viendo más listados de ETFs de renta fija, por obvias razones, años pasados, por ejemplo, en 2020 y 2021, los mercados norteamericanos fueron prácticamente una fiesta en términos de índices accionarios, ahí encontramos una ventana donde la mayoría de los ETFs eran de renta variable y de ESG, y si nos vamos un poco al pasado la mayoría de los ETFs en custodia son de fixed income, porque en México, uno de los intereses del público en general es invertir en bienes inmuebles, en oro y en dólares, para invertir en dólares el camino tradicional era llevar tus pesos mexicanos, cambiarlos por dólares, guardarlos, esa es la forma de hace algunas décadas, ¿qué empezaron a hacer los inversionistas de manera muy sencilla, aprovechando el SIC?, invertir en ETFs cuyo mercado de origen era Nueva York, donde estaban invertidos en deuda gubernamental de Estados Unidos, lo cual en términos de riesgo rendimiento es muy bajo, lo cual genera que el ETF prácticamente no cambia su valor, en dólares, y el mexicano al invertir en esos ETFs de renta fija de gubernamental de Estados Unidos, prácticamente tenía exposición al tipo de cambio, el SHY, el SHV son los ETFs tradicionales que muchos inversionistas mexicanos compran y es un buy and hold, compro y lo dejo correr, porque estoy ganando tipo de cambio, en términos de custodia yo te diría que fixed income, y en términos de listado van cambiando dependiendo las condiciones de mercado.

Pregunta 2.

¿Cuál es la información obligatoria que debería llevar el DICI?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

Existe un anexo especial del DICI, que si quieren se los mandamos, en resumen, lo que el regulador solicita es: el suplemento, pero quitando los principales riesgos, generalmente en un suplemento y prospecto, en México y en el mundo pasa igual, el capítulo de riesgos es enorme, y me atrevo a decir que prácticamente es un copiar y pegar entre todos los instrumentos, de lo que dice sobre lo que puede llegar a pasar en el mundo, el DICI entendiéndolo que es un documento mucho más focalizado al vehículo, quita muchos riesgos que no son representativos, se enfoca en el emisor, en el número de valores a colocar, en el precio, en la duración (si existe), en el rendimiento esperado, y prácticamente es documento entre 4 y 6 páginas, donde viene la información más importante, el DICI lo ocupan también no solamente los ETFs, sino también Fondos de Inversión. Hoy en día, cuando una Operadora de Fondos quiere vender sus Fondos con sus clientes no utiliza el prospecto, utiliza el DICI, que es el documento de venta, en ocasiones junto con una presentación.

Pregunta 3

¿Cuál sería la diferencia del DICI entre los Fondos y para un ETF?



Respuesta de Juan Manuel Olivo:

El DICI prácticamente es lo mismo.

Pregunta 4

Para el proceso de listado son 4 días, ¿cuáles podrían ser algunos de los puntos que podrían retrasar el proceso de listado?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

Recordar que los 4 días son para el mercado del SIC. Hay 2 temas que en ocasiones puede llegar a retrasar el listado en el SIC, uno de los requisitos es que el asset manager y el index provider tiene una carta, imagínense que BlackRock listó el IBB en Nueva York, pero no hizo el trámite de listado en México, por lo tanto, lo que pide la regulación, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores es que el propio asset manager escriba una carta donde diga, yo, Blackrock estoy dispuesto a que mi ETF IBB que enlisté en Nueva York, también pueda ser operado en el mercado mexicano, tenemos un formato general que todos los asset manager han firmado, los más de 35 asset manager que vimos conocen el formato, es muy sencillo, consta de 3 párrafos, esa es la primera carta; la segunda carta, el proveedor del índice, imagínense, sigo con el mismo ejemplo, el IBB de Blackrock replica el índice de S&P 550, al final del día S&P tiene un know how respecto al índice, tiene una propia metodología y ellos autorizaron que el IBB replique el S&P 500, pero no autorizaron que ese índice pueda ser utilizado inclusive en otros mercados, como el mercado mexicano para el SIC, entonces también tenemos una carta, un formato, un layout, donde el index provider puede decir, yo S&P autorizo que mi índice S&P 500 pueda ser replicado por el vehículo de inversión IBB en el mercado mexicano, sin costo y sin un liability, también tenemos un formato de 3 párrafos muy sencillos, que todos los index provider han firmado, generalmente cuando se ha retrasado un poco el listado es porque estamos a la espera que de otros países vengan estas cartas.

Pregunta 5

¿Existen ETFs que mezclen equity con fixed income?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

No, fíjate que no, los Fondos de Inversión si lo llegan a hacer, pero los ETFs no lo he visto al menos, lo que sí, es que en muchas ocasiones lo que te dicen es: un ETF de Equity y lo que no inviertas por default tienes que ponerlo a trabajar en fondos de money market, que son fondos prácticamente como de liquidez diaria, pero uno que mezcle, no, en los fondos de Inversión, ese si es más probable que te digan 70/30 o 50/50, pero en ETFs no, casi no lo vemos.

Preguntas 6 y 7

Primera pregunta, dentro de los requisitos para listar un ETF en BMV existe el requisito del tamaño de los activos administrados, ¿tiene que tener cierto tamaño para poder listarse o solamente que tengan 3 meses de operación, aunque manejen muy pocos activos? Y una segunda pregunta, ¿en qué momento se podrían deslistar ETFs de BMV? ¿qué tendría que suceder?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:



Te las contestó para ambos mercados, para el mercado local y para el SIC, en la primera pregunta, requisitos respecto al tamaño de Asset under Custody, prácticamente, tanto en el mercado local, como en el SIC, no hay ningún requisito, inclusive en el mercado local, el ETF está naciendo, entonces, al momento de que se crea el ETF generalmente viene la creación de canastas, que como saben, ahí es donde, algún inversionista institucional apalanca la salida del ETF local, vamos a crear canastas o el redemption, la unidad mínima de conversión (estoy inventando), un millón de ETFs, si cada ETF vale un dólar, pues el primer ticket, como de entrada, para crear una primer canasta es de un millón de dólares, entonces, cuando se dan de alta los ETFs en el mercado local, generalmente, traen justo eso, el crecimiento de algún paquete, de hecho inclusive, en la presentación, en el mercado local, a mano derecha había una tablita que venían los ETFs y los AuC el último decía 1, ese seguramente es el único paquete que se creó cuando se generó el ETF y ya generando esa cantidad de ETFs arranca el mercado secundario, cuando cualquier inversionista, ustedes, nosotros, compramos y vendemos en bolsa 5 ETFs, 10 ETFs, 100 ETFs, pero antes hubo una creación. En el mercado local, la respuesta corta, no hay un monto mínimo porque se está generando y en el SIC tampoco, lo que buscamos es que el ETF tenga 3 meses en el mercado de origen, que sea una bolsa regulada, eso sí, una bolsa donde no tengan un regulador o una comisión, no aplica, pero prácticamente hay ciertos requisitos de disclosure, pero ninguno referente a los activos bajo cuestión.

En cuanto a la segunda pregunta, para deslistar un ETF hay que hacer un proceso, tanto en el mercado local como en el SIC, para deslistar en el mercado local, lo más importante es revisar cuántos activos hay de ese ETF y qué le van a hacer a los inversionistas que tienen activos en ese ETF, si es un ETF que tiene pocos activos y lo quieren deslistar, generalmente el asset manager lo que hace es que, o te entrega los valores, ejemplo: tengo el IPC, son 35 empresas mexicanas, desaparezco el NAFTRAC, desaparezco el ETF local, a los inversionistas, seguramente le van a decir, en qué cuenta de inversión, con qué casa de bolsa te entrego los pedacitos de acciones de las 35 empresas, nada más lo convierto, y el inversionista en vez de tener un título llamado NAFTRAC, un ETF, va a tener 35 empresas, seguramente en ponderaciones más pequeñas, o la otra, te lo pagan y liquidan en efectivo, el valor teórico del NAFTRAC son 30 pesos, por cada NAFTRAC que tengas en tu portafolio desaparecen y te entrego tus 30 pesos, pasa poco, la verdad, en el SIC, en el mercado internacional somos prácticamente un espejo de lo que pasa en el mercado de origen, ejemplo: si el IBB, el SHY o si cualquier ETF en Nueva York allá lo deslistan, yo en automático lo deslisto en México, y si allá les entregan valores o dinero, yo aquí, de igual manera, les entrego valores o dinero. Otro escenario es cuando quieren que el ETF en el mercado de Nueva York o en el mercado internacional sigue operando, pero si en México, aquí viene la respuesta fina a todo esto que estoy platicando, ese valor nadie lo tiene en su portafolio de inversión, no hay activos bajo cuestión y, además, ese valor, nadie lo ha operado en los últimos 6 meses, se deslista del mercado mexicano, ¿para qué? se acuerdan que en el SIC tenemos más de 3,000 valores esta regla lo que hace es proteger que realmente el inventario de valores del SIC tengan vida, sean parte de un portafolio de inversión de inversionistas mexicanos o que mexicanos estén comprando y vendiendo, si no hay mexicanos que tengan esa inversión y si nadie los opera, se deslistan y eso también viene por regulación.

Pregunta 8

En Colombia en este momento tenemos únicamente 2 ETF de Equity y posiblemente el Ministerio de Hacienda pudiera salir prontamente con ETF de Deuda Pública, con lo que llegaríamos a 3, mi pregunta es, para que pudiéramos llegar a un mercado de ETFs como el de ustedes con 20 o con más, ¿qué crees que deberíamos hacer? ¿Por dónde se deberían enfocarse los esfuerzos, si es un tema de promoción o si es un tema que puedan impulsar los reguladores o supervisores, o si es sólo un asunto que depende de los administradores del mercado y conforme crezca el mercado colombiano crecerá el número de ETFs o es algo de educación financiera o la falta de un ecosistema alrededor de estos productos, o qué crees que deberíamos hacer para dar ese salto?



Respuesta de Juan Manuel Olivo:

Es una pregunta de las más complicadas y filosóficas, pero tocas varios tintes, pero creo que la respuesta, al menos, en mi opinión, de lo que me ha tocado ver en bolsa, se puede medianamente empatar, no solamente enfocado a ETFs, sino en términos de un mercado de valores local desarrollado, aquí me explayo un poco más, yo creo que en general, para que podamos tener mercados de valores desarrollados en Latinoamérica, ahí engrapo un poco más la respuesta, sin lugar a dudas hay varios factores, que en muchas ocasiones podemos hacer algo, pero también vamos a ir de la mano de la propia economía de los países, cuando tenemos un país que está invirtiendo, que está respetando el estado de derecho a las inversiones, que hay proyectos de inversión lo suficientemente maduros en el escritorio, la inversión llega, local o internacional, pero llega, dicho de otra manera, dinero hay, lo que en ocasiones falta para desarrollar los mercados, es justo ese andamiaje financiero, hay papers de los 70s que apuntan exactamente lo mismo en Europa, y vemos esos ciclos muy marcados, cuando vemos economías que no tienen respeto por las inversiones, que no hay un respeto al estado de derecho, cuando realmente hay desconfianza en el Estado, cuando ha habido experiencias del pasado, que de repente por alguna razón el gobierno te congela cuentas o te permite tener movimiento financiero, que yo creo que cada vez va a pasar menos, por el déficit y demás, creo que esas historias generan cierta desconfianza en el público, también para invertir, en bolsa yo llevo trabajando más de 15 años, en la primera etapa me tocó trabajar, hicimos preguntas de ¿por qué la gente no invierte en bolsa? Y está muy marcado que era un tema generacional, una generación antes que nosotros que vivieron en México, hablo en contexto local, que vivieron la crisis del 82, 87, 94, 2001, cada 6 o 7 años, casi programadas, tenías una crisis, donde en algunas de ellas, privatizaban bancos, hacían públicos los bancos, y en esos movimientos había devaluaciones, no había reservas o una autonomía del Banco Central, te habló 3 décadas atrás, todos esos vaivenes en la economía le dieron una barrida a ciertos mexicanos que tenían sus portafolios de inversión, entonces, cuando tú tocas la puerta, señores quizás hoy maduros, y les preguntas, por qué no invierten en Bolsa, dicen no, yo ya aprendí, me dieron una barrida, durante dos décadas, y tú les dices, oye, pero ya cambió, ya tenemos dos décadas con derivados, reservas, mil cosas que hemos hecho para cubrirlos, una vez escuché aquí en Bolsa que le llaman la generación pérdida, me refiero a pérdida bursátil, están más acostumbrados a invertir en cosas tangibles, terreno, construyen una casa y la venden, es muy válido, la gran oportunidad es que el bono demográfico de muchos países latinoamericanos, es joven comparado con Europa, Japón, a ellos no les toco esto que estoy platicando, a ellos no les da miedo invertir en el Manchester United desde el celular, cosa que si les platicamos a dos o tres generaciones atrás, sería impensable, no está en el radar, eso hay que aprovecharlo, pero ¿cómo lo aprovechas?, con un mercado local robusto, regreso a la parte de la inversión, tocaste un tema que podemos platicar largo y tendido, que es la parte de la educación financiera, la penetración bancaria, el número de cuentas de inversión, hay mucho más por hacer, la penetración del crédito, ustedes tienen en general, Perú, Colombia, Chile tienen una penetración del crédito más grande que nosotros en México, en % del PIB, eso quiere decir que de alguna manera, hay un financiero en una empresa, buscando dinero en mejores condiciones, y ahí está la Bolsa como una opción de financiamiento, en la medida que tengas un desarrollo en la infraestructura regulatoria correcto, el mercado, es la segunda parte de esta ecuación, ósea, la infraestructura legal, el andamiaje operativo de las Bolsas de Valores, que me atrevo a decir, en la Mila lo hemos hecho bien y que es muy parecido, la otra parte de la ecuación, regreso a la educación y el desarrollo económico país, visión de largo plazo y demás, cultura, sin lugar a duda, tenemos dentro del grupo de Bolsa Mexicana de Valores, una de las empresas es Escuela Bolsa Mexicana de Valores, y ahí tenemos cursos desde 100 dólares, 500 dólares, muy baratos, no ganamos dinero de ahí, le perdemos dinero, pero lo que estamos haciendo es fomentar cultura, porque la persona que hoy invierte 100 dólares, en 5 o 10 años ya es un portafolio de inversión interesante que ya puede pesar, educación financiera es columna vertebral; otro es la parte del gobierno corporativo en las empresas, es complicado, es muy familiar, la contabilidad en ocasiones no es lo que debería, y aquí está Hacienda, vaya no es un secreto, las empresas tienen un andamiaje y buscan cómo no pagar impuestos, y su contabilidad es un Excel, no pueden llegar así al mercado regulado, las que están dispuestas a



ordenarse son con las que trabajamos en Bolsa, porque entienden que el beneficio de ordenarse y de gobierno corporativo, va más allá de ahorrarse 100 dólares o 1000 dólares en una estrategia fiscal por decir lo menos, queremos empresas transparentes, ordenadas, que quieran crecer de verdad, no (inaudible) ahorrándose un poquito el gasto.

¿Cómo podemos desarrollar un mercado de ETFs locales? Te cuento lo que en México detonó, hace 20 años, en 2002, la Banca de Desarrollo en México, Nacional Financiera, había sido durante los 90's un tomador de acciones de los EPO, en los 90s hubo una cosecha de empresas mexicanas que sacaron acciones, y la Banca de Desarrollo como su nombre lo dice, busca desarrollar también el Mercado de Valores, en aquel entonces tomaba acciones, luego un momento tal, que tenía tanta posición de acciones de empresas mexicanas que necesitaba deshacerse y darle bursatilidad al mercado, ellos eran manos firmes, no tradeaban, y ahí generaron el primer ETF local que es el NAFTRAC, el que vieron que tiene mayor monto de activo, ¿qué hacen? empaquetan todas las acciones que tienen y lanzan el ETF al mercado local para que cualquiera de nosotros, sin ser millonarios, compráramos y vendiéramos un instrumento, un ETF local, que replicara el principal índice de la Bolsa, ahí fue un punto de inflexión para el mercado mexicano de valores y para el mercado de ETFs locales, y ahí contesto un poco tu pregunta, pero eso no es suficiente, necesitas que la creación y cancelación de canastas sea accesible, ¿a qué voy con esto? cuando entre a Bolsa, para crear y cancelar ETFs necesitabas como 10 millones de valores, 100 millones de valores, ósea eran inclusive miles de millones de pesos, para crear y cancelar valores, en la tendencia en el mundo es que puedes crear y cancelar valores con montos muchos más accesibles, entonces, recomendación: cuando van a crear un ETF local siempre les pregunto, ¿cuál es tu monto? Y más o menos hoy en día, andan como en 100,000 dólares, ósea, cualquier inversionista que tenga esta cantidad, va directamente con Blackrock o Vanguard crea o cancela ETFs al precio teórico, no al precio de mercado, y esto también ayuda a detonar un mercado más ordenado, más vivo; el otro el formador de mercado (market maker), los valores que tienen formador de mercado que tienes a la Casa de Bolsa mandando posturas de compra y venta, pasivas y activas, le das mucha tranquilidad al inversionista de que si entro a comprar ese ETF local, cuando yo me quiera salir, me puedo salir, los ETFs y acciones, me atrevo a decir, que no tienen formador de mercado, salvo aquellos casos de empresas muy grandes como Bimbo, Banorte o Televisa, en México, por si solos sobreviven con una bursatilidad, una formación de precios muy adecuada, pero un ETF que nace, siempre es muy recomendable que le den un formador de mercado, y hacer mucha promoción, y hacer algo distinto, yo creo que de ahí el éxito del ETF ESG local, no estaba en el radar, colocas un ETF con una propuesta de inversión distinta a lo que existe, y aparte ESG seguirá siendo parte de los inversionistas enfocados en este tipo de productos, por eso es que les ha ido muy bien.

Pregunta 9

¿Qué tipo de inversionista institucional invierte en los ETFs locales, dado que algunos pueden o tienen la facilidad de entrar directamente o a través de Fondos Mutuos o Mandatos Específicos?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

Prácticamente en México y en muchos mercados de valores en desarrollo, la dependencia a los Fondos de Pensión es muy alta, en México las Afores, la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros (AMIS), ahí está la dependencia, difícilmente en México podemos salir, con un ETF o un APO en acciones, si no tiene una Afore o algunas Afores que apalancaron la salida, y si me preguntan ese es uno de los grandes retos de los mercados de valores en desarrollo, no podemos tener tanta dependencia a los Fondos de Pensiones. Nosotros en Bolsa, el 9 de junio lanzamos una aplicación que se llama Bolsa App, la pueden descargar en tiendas de IOS o Android, es gratuita, y lo que buscamos es que el inversionista retail esté más activo en el mercado local, recuerdan la gráfica que les mostré donde el internacional ya está más arriba del 50% comparado con el local, cómo le hago



yo para que mis clientes en Bolsa, de empresas mexicanas como Bimbo, Televisa, Banorte, tengan exposición no solamente con inversionistas grandes, sino con cualquier persona que quiera comprar 100, 200, 300 acciones, el retail, Bolsa App esa es la solución, tiene 4 grandes componentes: 1) Educación Financiera, cultura financiera, lanzamos webinars, conferencias, el término financiero de la semana, qué es una acción, que es un índice, pagas o no pagas impuestos, por qué suben o bajan de precio los ETFs y acciones en el mercado, para que aquella persona que no tenga bases financieras, que quizá no tiene por qué tenerla, en esta aplicación vea la educación financiera, 2) Fondos de Inversión locales; 3) Emisoras, todas las emisoras que cotizan con acciones y con FIBRAs tienen un usuario y ellos mismos pueden publicar información para que cualquier usuario las vea, por ejemplo, Rotoplas que opera en Latinoamérica, ayer subió un video de los sistemas hidráulicos, Vector, también subió un video, es una Casa de Bolsa Local, GBM, están subiendo contenido, para que esto se convierta en el Facebook o Instagram del mercado bursátil mexicano, es totalmente gratuito, y a lo que estamos enfocándonos es al inversionista retail, en la medida en que el inversionista retail tenga inversiones, tenga un portafolio interesante, (se perdió señal unos segundos, retoma conversación Juan Manuel). Les decía que en Estados Unidos el retail pesa, allá más del 50% de la gente invierte en Bolsa, allá desde que tú tienes tu plan de pensión el 41K, tú decides en qué portafolio invertir tu retiro y eso genera que el norteamericano esté pendiente, de que se meta, aquí en México, al menos no es así, tu escoges la Afore como institución, pero un tercero define en función de tu edad, en dónde va a invertir tu dinero, entonces, son esos detalles que involucras o no al público de calle en la parte bursátil, en la medida que Bolsa App ayude a que el retail y cualquier persona se sienta cómodo con lo que significa invertir en Bolsa, el día de mañana, creo que podemos pensar que una empresa pueda salir a Bolsa con inversionistas 100% retail, que esa es la lógica de la Bolsa de Valores, se crearon para que cualquier persona invierta, para democratizar la inversión, no para que el institucional entre, eso tiene 2 mandatos, se han generado ciertas distorsiones que con esta aplicación queremos balancear un poco el mercado, y basta con ver, por ejemplo, en Estados Unidos lo que paso con Reddit hace un par de años, donde allá el inversionista retail puso en jaque a Fondos Hedge Funds que estaban haciendo ventas en corto y dispararon el precio, eso es, porque tienes una base retail lo suficientemente robusta para dar una formación de precio.

Pregunta 10

Cuando hablabas del desliste, me quedo una cuestión, ¿te dan valores o te dan dinero? ¿De qué depende?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

El propio asset manager lo establece, generalmente lo que me ha tocado ver es que dan valores, pero hacen como cortes, por cada 1000 ETFs te doy valores, y en ocasiones si tienes 1300, te dan valores por los 1000 y por los 300 te dan dinero, pero depende del asset manager.

Pregunta 11

En términos del sistema de cumplimiento en el mercado mexicano, ¿los ETFs y los activos subyacentes tienen el mismo término de cumplimiento de las operaciones?

Respuesta de Juan Manuel Olivo:

La respuesta es sí, tanto las acciones, por ejemplo el NAFTRAC, que es un ETF, opera de 8:30 a 3 de la tarde, en sistemas de negociación de la Bolsa, liquida en T+2, ahí respondo la pregunta, y si yo desmenuzara el ETF y tengo las 35 empresas, también las 35 empresas en lo individual cotizan de igual manera de 8:30 a 3 de la tarde, liquida a T+2, se custodian ambos en el INDEVAL, hay un título que representa la posesión legal de esos valores, tanto en INDEVAL, la respuesta es sí, mismas reglas operativas.



Anexo D - Módulo 4: Estructura Tributaria

No se realizaron preguntas en esta sesión.



Bloque 2: Construcción del Índice y Administración de la Cartera

Anexo E - Módulo 1: Construcción del Índice

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1

En los casos de los ETFs que no siguen un índice, supongo que hay una cierta guía metodológica o principios generales que va a seguir el ETF y que pueden tener efecto en los papeles subyacentes, por ejemplo: en renta fija, ¿cuál es el cumplimiento interno, hay una especie de auditor externo que revisa que se estén cumpliendo o es algo interno?, ¿cuál es el estándar al respecto?

Respuesta de Manuel Alonso González:

Sí, usualmente en el caso de los ETFs que no están replicando un índice, el proveedor del ETF debe identificar el objetivo del mismo y cómo va a estar dando información, de cómo está haciendo los cambios en las carteras, esa es una obligación de los proveedores de ETFs, que cae en el regulador, vigilar, que lo que dice que está haciendo en su documento de oferta de aviso al público, realmente lo esté haciendo. En el caso del proveedor de ETF, ellos deben presentar cierta información y documentación, tanto al público como al regulador, de que efectivamente están siguiendo ciertas reglas básicas, pero al ser un gestor activo, de alguna manera tiene suficiente flexibilidad para poder hacer cambios en sus estrategias.

En el caso de los ETFs que están indizados, generan información pública en donde dicen: este es mi objetivo, este es el índice que estoy utilizando, publica su cartera todos los días y presentan información de cómo se está comportando el ETF respecto al índice, hay un tema que se llama el *tracking error*, o cuál es la diferencia que tiene el ETF respecto al índice, en teoría debería ser una diferencia cero, o deberían de comportarse igual, pero se permite que haya ciertas diferencias, hasta cierto rango, una diferencia de 2% sería suficiente para decir que está indizado, ¿por qué se pueden dar estas diferencias? Muchas veces, en los mercados de América Latina no es tan fácil, la liquidez no te lo permite, si de alguna manera, un inversionista decide cancelar su ETF, por ejemplo, con cancelar me refiero a que de nuevo quiera tener los certificados o las acciones, el proveedor tiene que salir al mercado y venderlos, para recibir los componentes, en ese movimiento podría no tener la oportunidad de comprar o vender los certificados que él requiere y se podía generar una diferencia del comportamiento del ETF respecto al índice, se permite esa diferencia, y eso también lo está monitoreando el regulador y se entrega información a la Bolsa de Valores y a los reguladores.

Pregunta 2

¿Cuál es el papel o cómo es el proceso desde que se concibe un nuevo ETF? ¿Cuál es el papel y cómo juega este papel el proveedor de índices? No sé qué es primero, desde la concepción del producto, en este caso un ETF, el administrador se acerca con ustedes, les platica qué estrategia quiere implementar, ustedes le elaboran propuestas para generar ese índice o más bien, ustedes se acercan a los administradores de ETFs y les llevan una serie de estrategias, para que si es de su interés ellos pueden desarrollar un ETF en el mercado que están operando ¿cómo funciona esta relación entre el Administrador del ETF y el proveedor del índice?



Respuesta de Manuel Alonso González:

Funciona de las tres maneras que acabas de mencionar, por ejemplo, muchas veces el administrador de ETF dice, ya chequé el universo y me interesa este índice en particular, el proveedor de índice dice: este índice ya existe, debo verificar que no haya un tema de que solamente pueda ser otorgado o licenciado a un solo proveedor, si no es el caso, le digo va, y puede empezar a desarrollar el producto, ya sabes cuáles son las reglas, sabes cómo se ha comportado, sabes cuáles son los componentes, y ya empieza. Hay otras ocasiones que el proveedor de ETF se acerca a nosotros y nos dice que tiene una idea, como el caso de Ingenius, que querían un índice que le permita a mis clientes acceder a empresas que son innovadoras, empresas con ciertas características: en su producto, su salud financiera, nos da toda esa información y nosotros empezamos a entregar ciertos ejercicios, y cuando finalmente ya el proveedor de ETF se siente a gusto, dice perfecto, este es índice, yo, en ese momento, empiezo a generar el índice, lo tengo que presentar internamente a mis equipos de *governance*, por ejemplo, donde ahí, yo, que soy parte de comercial no participo, una vez que sea aprobado generamos el índice, y de ahí luego el proveedor de ETF se va con el regulador y entrega toda la información que tiene que dar para la autorización del ETF.

También hacemos la otra, buscamos activamente a todos estos proveedores de ETFs y les presentamos ideas, hace poco presentamos un índice de rotación de sectores, dependiendo de ciertas señales el índice va a estar cambiando exposición a nivel de los sectores económicos, dependiendo de algunas señales macro, que recogemos de diferentes fuentes oficiales, y así vamos presentando ideas.

En conclusión, se puede dar de las tres maneras: 1) que nosotros busquemos a los proveedores activamente presentando ideas, 2) que ellos se acerquen a nosotros para desarrollar un nuevo índice, que no necesariamente todas sus ideas son aprobadas por los procesos de gobierno, 3) que algún proveedor se acerque a nosotros, ya vi ese índice, me gusta, lo quiero licenciar para generar un ETF, es así como funciona.

Pregunta 3

Estos ETFs ¿Cuál es su pretensión, listarlos en el SIC o en el Registro Nacional de Valores?

Respuesta de Manuel Alonso González:

Dependiendo, si estamos hablando que es ETF que va a ser listado en el mercado principal, ahora que hablas en el Registro Nacional, entiendo que estás hablando de México, si lo vas a listar en alguna de las Bolsas: Bolsa Mexicana de Valores BMV o Bolsa Institucional de Valores (BIVA) tienes que presentar toda la información ante las autoridades para que quede registrado en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), si es un ETF que va a ser listado en el mercado internacional, ahí debes de cumplir con la regulación del mercado de origen, tiene que ser un mercado adherido a los principios de la IOSCO, tienes que cumplir con otras características que hay información respecto a estos productos, y seguir los procesos que son bastante eficientes y las Bolsas son las que determinan si se registra en el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) o en los mercados globales, por ejemplo: en Brasil ellos utilizan la formación de *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) donde se tiene que generar como un *American Depositary Receipt* (ADR), ahí tienen que seguir otro proceso, el SIC ha sido un proceso muy exitoso en América Latina por su eficiencia y por otros beneficios que genera en cuanto a liquidez y tema fiscal, entre otros.



Pregunta 4

Ayer salió la noticia de que en España emitieron un bono con tecnología Blockchain, quisiera saber ¿cómo la estructuración de los ETFs se puede ver afectada con esta tecnología o cómo sería la estructuración con esta tecnología?

Respuesta de Manuel Alonso González:

Realmente no tenemos un impacto como proveedor de índices, el Blockchain se vuelve un activo adicional sobre el cual podemos crear, en la presentación hacía referencia a que ya tenemos índices de criptomonedas, ¿qué tenemos que cuidar mucho ahí?, primero la data, debemos de tener certeza, eso lo cuidan mucho nuestros equipos de *governance*, tener una data real y consistente, en el tema de criptomonedas se da el tema de lavado de dinero, que se utiliza en este tipo de instrumentos, tratamos de buscar información, ahí nos basamos en un proveedor externo que se llama LUCAS, en nuestro caso, que ellos tratan de identificar cuáles son precios reales de mercado de estos instrumentos y con esa información podemos generar índices, tenemos el índice de Bitcoin, tenemos un índice de varias monedas, que le podemos agregar otros filtros u otras estrategias como de baja volatilidad, entonces tratamos de darle al cliente o al usuario final la oportunidad de invertir o de acceder a este tipo de mercados a través de ETFs que replican estos índices de monedas o Blockchain.

Comentario adicional a la Pregunta 5

En el tema de los ETFs que replican Blockchain o criptomoneda, en teoría aquí, lo que tenemos entendido es que las Bolsas no los están listando porque incluso la ECC ha negado el listado de ETFs respecto de Blockchain o criptomonedas, te diría si manejarlo un poco más conservador, obviamente es un activo sumamente sensible, vaya para efectos del regulador, es un activo sumamente preocupante, ahí si te diría que antes de promoverle a tus clientes tocar base con la autoridad, últimamente, lo que ha ocurrido con el Bitcoin son activos de alto riesgo y en estricto sentido la autoridad está muy renuente a que se enlisten, es decir, nosotros si bien regulatoriamente no tenemos una disposición oficial, pero si hay un acuerdo, al menos de palabra con las Bolsas, de que no pueden listar valores en los cuales la exposición esté con Bitcoin o una moneda virtual, antes de hacer cualquier cosa si toquen base con las Bolsas, con la Comisión, con Banxico que es como la autoridad que regula la circulación de este tipo de activos en México, antes de proponer algo a sus clientes.

Respuesta de Manuel Alonso González:

Totalmente de acuerdo, de hecho, tuvimos la experiencia en el mercado mexicano, de alguien que estuvo interesado en el tema, efectivamente el proveedor de ETF, se dio cuenta que no podía realizar una oferta en el mercado mexicano de este tipo de estrategias, por lo que tú ya señalas, sin embargo, viendo la situación actual, hemos visto como inversionistas de nuestra región, de América Latina, están accediendo directamente a estas monedas o a estos productos de ETF, hay ETFs de criptomonedas listados en Europa, en Estados Unidos, algunos proveedores de ETF ya lograron listar ETFs que replican estas monedas, a través de derivados, a través de futuros, ahora sí que con este tema de tecnología, si hay clientes, nosotros no promovemos el tema, pero ya están estos instrumentos en algunos de los mercados en otras regiones.

Pregunta 6

Los ETFs que son *total return* y los que no, para diseño de estrategias de inversión sobre todo a largo plazo, ¿cuál es el más idóneo?, ¿qué discusiones se han dado al respecto?



Respuesta de Manuel Alonso González:

En el caso de los índices, nosotros damos información al público en general sobre el rendimiento de los índices a nivel de *total return* y *price return* ¿cuál es la diferencia entre uno y otro?, básicamente en uno, el de precio, estamos hablando del rendimiento que se da derivado del cambio de los precios de los componentes, en el caso de retorno total, tomamos en cuenta aquellos otros elementos como: dividendos, eso es un rendimiento adicional, dando esta información, el inversionista puede identificar, qué tanto el rendimiento de este índice se debe a movimientos en precio o a rendimiento de precio, más el tema en el caso de flujos que se generan por parte de las empresas.

En el caso de los ETFs se da el retorno total, aunque finalmente, podría estar afectado el rendimiento del ETF hacia el inversionista final, por temas de impuestos o temas de costos que se generan, derivados de las transacciones que genera el Fideicomiso que emite los certificados de los ETFs. Todos los ETFs son retorno total.



Anexo F - Módulo 2: Administración de Inversiones

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Comentario

Adriana Rangel quiere precisar sobre una diferencia de los participantes en el mercado de los ETFs: En el universo de los intermediarios de capitales, las Casas de Bolsa o los Brokers, como se dice en inglés, de ese universo, existe uno más pequeño que son los market makers o formadores de mercado, son estos que tienen apetito por formar mercados, aprovechar oportunidades de arbitraje, que pueden cubrir riesgos y dentro de ese hay un subconjunto más pequeño, que son participantes autorizados, que si se fijan son formadores y también son Casas de Bolsa o intermediarios, el participante autorizado es una entidad que si es un intermediario dentro del mercado de capitales, pero está autorizado por el emisor del ETF para transar con el ETF, para entregar acciones y pedir a cambio acciones, para recibir ETFs y entregar acciones a cambio, y ellos son los únicos que pueden hacer esta interacción con los ETFs y pueden pedirle al emisor que emita más o que destruya ETFs, esa es una diferencia importante, contra por ejemplo los Fondos Mutuos, en ellos los clientes hablan y ponen su orden por teléfono y la toman directo y el operador del Fondo Mutuo va con tu dinero y compra las acciones o lo que tenga que comprar el Fondo, en este caso hay un grupo de participantes autorizados que puede interactuar con este emisor, en función de la demanda que exista en el mercado, eso es importante y generalmente los emisores de ETFs son selectivos con los participantes autorizados, como es alguien que te está entregando y está interactuando con el Fondo pues tienen que ser Casas de Bolsa o Bancos que tengan un buen perfil de crédito, generalmente regulados, auditados, si seguimos procesos de revisión de los participantes autorizados importantes, porque son quienes interactúan con el ETFs, aunque en el ETF haya invertidos muchísimos tipos de clientes, es algo que era importante mencionar, y no quería obviar, porque luego usamos la palabra broker, con participante, con market maker de manera indiferente.

Pregunta 1

Cuando hay esas oportunidades de arbitraje, el dueño del ETF ¿tiene la obligación de destruir o crear las unidades que van y le exigen?

Respuesta de Adriana Rangel:

Existen jugadores en el mercado que si pueden tener apetito por tener esa posición y no necesariamente van y piden una redención del producto, esa es la maravilla de cuando un ETF tienen una exposición, que es muy fácil cubrirse en el riesgo, entre más instrumentos existan para cubrir ese riesgo más allá de las acciones, por ejemplo, puede ser que, ese participante no vaya y redima el ETF, te voy a poner un ejemplo de algún ETF que puede ser muy eficiente, la cobertura, vamos a pensar en alguien que está vendiendo un ETF de S&P 500, el broker es el que está comprando ese ETF, porque es el que puede hacer las transacciones de cancelación o destrucción con el emisor, este intermediario compra el ETF a descuento, o sea, debajo de donde está operando su canasta, este intermediario tiene varias opciones dependiendo de su apetito de riesgo y de lo que decidan que pueden tomar de riesgo en esa compañía particular para la que trabaja, puede decidir ir y cancelar el ETF y vender las acciones que reciba a cambio o, puede decidir vender futuros en corto, porque los E-minis del S&P 500 son vehículos muy líquidos y muy eficientes y también operan cerca de donde está la canasta. Entonces, en la medida en la que existan vehículos adicionales para las coberturas, entre más eficiente sea cubrir algo, es posible que alguien quiera tomar, a lo mejor existe incluso una oportunidad de vender los E-minis más caros que la canasta y que no lo haga en ese momento, en la práctica en realidad, cuando si hay mucha oferta o hay mucha demanda, es cuando uno lee en las noticias que los activos en los ETFs han crecido mucho, o los activos en ETFs han caído



mucho, que es cuando hay este efecto de creaciones y este efecto de cancelaciones, pero es una buena pregunta porque los participantes del mercado pueden tener muchos estilos, hay quienes si pueden tomar riesgos y pueden tener un libro de posición propia y hacer muchas cosas, antes de ir y redimir un ETF, pero en la práctica, yo, por ejemplo, cuando muchos de los bancos de inversión, en los que varios hemos trabajado, cada vez y sobre todo después de dos (*inaudible*) que cada vez era menos apetito por riesgo, no podías tener nada de riesgo, cuando un cliente se ponía a vender un ETF y las casas de bolsa o las mesas de capitales lo radeamos, siempre íbamos a redimir el ETF y a quedarnos sin riesgo, entonces, si hay factores externos, pero en la práctica, casi todo mundo va y redime el ETF porque cada vez hay menos participantes que están dispuestos a quedarse con riesgos durante la noche.

Pregunta 2

Es una duda respecto a los flujos de caja que se gestionan en los índices, los índices son más o menos fáciles porque los índices accionarios están ajustados por dividendos, en el caso del índice de renta fija ¿sucede lo mismo?

Respuesta de Adriana Rangel:

Muy buena pregunta, eso me lleva a pensar, depende también en cómo esté estructurada la regulación con los temas de los flujos de caja y cómo estén estructurados los ETFs, les voy a dar un ejemplo, los 94 at Funds, que son la mayoría de cómo están constituidos los ETFs americanos, su regulación dice que ellos deben hacer ciertas distribuciones a lo largo del año, el ETF tiene que distribuirle al tenedor a lo largo del año, entonces, cuando un ETF que tiene en su canasta, las 500 acciones, recibe dividendos, el emisor puede guardar ese efectivo y reinvertirlo, o puede repartirlo, al menos tiene que agendar 4 distribuciones al año y luego vienen distribuciones extraordinarias. Con el tema de los Bonos pasa lo mismo, si un bono paga cupón cada 6 meses y tu acordaste que tenías que repartir cada 6 meses pues entonces repartes ese flujo en cuanto cae o, si tienes agendadas tus distribuciones 4 veces al año, tienes la oportunidad de reinvertir ese dinero en algún vehículo, a lo mejor de más corto plazo y luego poderlo repartir, pero si existen instancias en las que esos intereses o dividendos, o se reinvierten completamente en el Fondo, la réplica total o se invierten en Fondos de más corto plazo, para poderle repartir al tenedor su efectivo, depende mucho cómo esté constituido el ETF, cómo sea la regulación del ETFs, por ejemplo los *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities* (UCITS) tienen la ventaja que no tienen que distribuir efectivo, entonces algunos distribuyen y otros acumulan y entonces para el manejador es muy fácil, recibe los dividendos y los intereses y los reinvierte en la canasta, eso depende mucho, realmente de los que diga la ley y depende la constitución del vehículo y lo que diga el vehículo.

Pregunta 3

Tengo entendido que el participante autorizado si tiene la función de crear y cancelar canastas, si se transfiere esa función al administrador, entonces, en realidad ¿qué haría el participante autorizado?

Respuesta de Adriana Rangel:

Entregaría efectivo, porque si el participante te dice, no puedo entregarte esas acciones o esos bonos, primero el emisor tiene la posibilidad de decirle, pues ni modo, o, perfecto, entrégame el efectivo, más algo, puede ir en muchos sentidos, 5 basis, 20 basis, 30 basis dependiendo, porque estás transfiriendo el riesgo de Paula, que eres el participante a Adriana que es el manejador y tienes que salir a ejecutar y comprar eso, entonces lo que se entrega en realidad es efectivo, ¿cuánto efectivo?, el NAV del Fondo, eso no se conoce hasta el cierre, porque eso sí, las creaciones y las cancelaciones se hacen al NAV, porque son intercambios en especie, y por eso los



participantes en el momento del día del mercado que operen, se cubren, porque ellos tienen que tener algo en especie, no algo en precio, pero cuando a mí me transfieres el riesgo, yo tengo que pricear ese riesgo y mínimo me tienes que dar el dinero equivalente a lo que valen las acciones al cierre de ese día, y aparte un costo por la ejecución, entonces, casi cuando se hacen creaciones en efectivo, que se llaman *cash in lieu*, por ejemplo, el efectivo a entregar, no se conoce hasta después del cierre, hasta después de que se conoce la valuación de los activos subyacentes ya del Fondo.

Es complicado, pero es una manera eficiente de solventar cuando hay emisoras suspendidas, que es algo muy común en el mercado de valores, y no por eso se detiene la vida del ETF, entonces si funciona, y si hay una transferencia de riesgo importante, un ejemplo que nos pasó en el mercado mexicano, en algún momento las vivienderas estuvieron suspendidas en México mucho tiempo y los ETFs en el mercado mexicano que traían vivienderas tuvieron que decidir que iban a tomar el efectivo y ¿cuál efectivo?, el del último precio, y ¿cuál es el último precio?, este riesgo ¿qué es lo que hace? hace que el spread se abra, entonces alguien que venía y le decía a una casa de bolsa, véndeme este ETF, le decía, yo voy a tener que entregar efectivo, no sé cuánto, pues me voy a abrir un poquito más, esas incertidumbres básicamente, en lo que se van traduciendo es en que se pricean, es muy mecánico este procedimiento en el spread, así es como funciona, pero no detienes la vida del producto, y cuando tienes activos no tan líquidos es un tema.



Anexo G - Módulo 3: Estructuración ASG

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1

¿Cómo ven las perspectivas de crecimiento en los siguientes años, en los diferentes instrumentos ESG?

Respuesta de Daniel Gracian:

Yo puedo empezar en la parte de deuda, lo que sucedió este año fue impredecible, nosotros habíamos proyectado, el año pasado la deuda ESG llegó a 1,7 trillones, para este año habíamos pensado que podía superar los 2 trillones, entonces, con lo que está pasando en el mercado eso no se va a dar, pero si pensamos que conforme la regulación, transparencia se vayan desarrollando, donde las reglas del juego sean más claras para los inversionistas, definitivamente, la parte de bonos va a seguir creciendo, la parte de préstamos ya estamos viendo que está creciendo, un poco lo que pasó en este año, como no se puede salir al mercado, muchas empresas están volviéndose hacia los préstamos bancarios, entonces, eso sí está creciendo bastante este año y pensamos que va a seguir la misma tendencia los próximos años.

Respuesta de Daniela Fajardo:

Por mi parte, creo que va a seguir creciendo, todavía el 2021 trajo un poco de este *momentum* que tenía hacia el 2022, aunque claro, como lo mencioné, los varios problemas macroeconómicos han causado que se reduzca la demanda de ESG ETFs, pero viendo a futuro, creo que va a seguir creciendo, como lo mencioné, o va a seguir creciendo y tenemos mucho campo o, puede ahí generar un tope y creo que eso va a estar dictado por las regulaciones, como Daniel lo menciona y por la concentración de los inversionistas.

Pregunta 2

¿Cómo se evalúa un KPI? o ¿Cómo sabemos si esos son los indicadores que deberían de ser?, ¿Hay alguna institución que los valida o cómo funciona?

Respuesta de Daniel Gracian:

Depende del KPI, hay diferentes entidades que te guían en si el KPI es material para el negocio, entonces está Sustainability Accounting Standards Board (SASB), MSCI, son algunas organizaciones que te dicen cuáles son los KPIs importantes para diferentes industrias. En temas de metas, también hay externos que pueden verificar si son metas adecuadas, por ejemplo sí hay una entidad en particular que es la más reconocida en verificar metas de emisiones específicamente, se llama *Science Based Targets initiative* (SBTi), que es una colaboración entre las Naciones Unidas y otras organizaciones, que te certifican, sí la meta de reducción de emisiones va en línea con el Acuerdo de París, es decir, que la empresa está en camino de reducir sus emisiones en línea con el 1.5 °C que



identificó el Acuerdo de París, entonces, sí hay entidades externas que te validan estas métricas y como te imaginas eso es algo que a los inversionistas les gusta ver, que haya un externo que haya validado que la meta es ambiciosa.

Pregunta 3

Tengo entendido que el ETF que está compuesto de bonos ESG no es necesario que tuviera una certificación, un *Second Party Opinion* (SPO), porque ya está compuesto de eso, o adicionalmente, ¿se busca que el ETF tenga una certificación?

Respuesta de Daniela Fajardo:

No, buena pregunta. Por ejemplo, los ETFs que invierten en los bonos sustentables, como lo mencionas, ya vienen con esa Segunda Opinión, los ETFs ahorita por el momento, no cuentan o no requieren que tengan una Segunda Opinión, entonces, no sería necesario contratar otro proveedor externo u otro auditor externo para revisar que el ETF cumpla con estas cosas, ahorita las regulaciones en la parte de ETFs están mucho más atrasadas que en las de finanzas sustentables, así que entonces, no hay requerimiento de una Segunda Opinión en los ETFs, ya vienen junto con los bonos que el ETF traería en la canasta.

Respuesta de Daniel Gracian:

Para agregar, yo converso frecuentemente con estos *Second Party Opinion Providers*, y son preguntas y conversaciones que tenemos constantemente y, efectivamente, como comenta Daniela, ellos en este momento, no tienen ningún servicio para dar una opinión hacia los ETFs, pero si están empezando a trabajar en este servicio, entonces, dado el efecto de *Greenwashing*, especialmente en el tema de manejo de activos, yo pienso que estos *Second Party Opinion Providers* van a tener ese tipo de servicio para poder hacer estos ETFs un poco más transparentes.



Bloque 3: Mercado ESG

Anexo H - Módulo 1: Mercados Sustentables

Transcripción de las preguntas realizadas durante la sesión.

Pregunta 1

Desde Natixis, cómo es la visión, digamos la división entre el valor intrínseco real de estos fondos o de estas inversiones verdes o que tienen un sello ASG que hemos visto, porque el crecimiento es innegable, según las cifras que ustedes tienen, pero ¿cuánto de eso creen que realmente está en valor intrínseco y lo otro, nada más por la creciente demanda que tiene esto por políticas de inversión que han cambiado en algunos inversionistas y demás?

Se vuelve a replantear la pregunta.

La pregunta es, pero yo no sé si está a discusión, puede ser plausible, realmente cuánto hay de valor en el mercado de estas cosas, porque hay un valor real, o es una cosa de moda, esa es la gran pregunta, porque coincide que hay muchas políticas de inversión cambiando y que hay inversionistas avocados a que tenemos que invertir en verde, pero desde la parte de los reguladores, si yo me meto a decir que esto debe ser obligatorio, pero es porque realmente creemos que de largo plazo aquí hay un valor, o es porque se oye muy bonito, y muy políticamente correcto decir que tenemos que invertir en este tipo de empresas.

Respuesta de Julio Mariscal:

Lo que nos muestran los datos y lo anecdótico con los inversionistas es que, sí hay un valor intrínseco, si ves en esta misma lámina que tenemos en la pantalla, realmente el volumen hasta antes del 2018 o 2019, inclusive, puede ser el primero, en donde realmente ves un detonante en el volumen del crecimiento, está estrechamente ligado al cambio de racional de los inversionistas, estamos en el *early stage*, donde ya los fondos se han dado cuenta que no solamente es un tema de valor económico, sino en el impacto del *balance sheet* que tienen en no hacer este tipo de inversiones, a lo que voy con eso, gran parte de estos fondos, por ejemplo, están domiciliados o pertenecen a alguna compañía de seguros, las aseguradoras son un buen ejemplo en ese sentido, si tu analizas la hoja de balance de ellos, se han dado cuenta que el pago que hacen ellos por primas catastróficas por ejemplo, está claramente correlacionado al cambio climático, entonces, un cambio en la mentalidad del inversionista, de que no solamente es el tema del rendimiento, sino que hay todo un escalafón de valores de impacto que pueden tener si no es un impacto de rendimiento directo si en el *balance sheet* de las empresas y de los inversionistas, que es donde ya empezamos a ver que hay un valor intrínseco de estos fondos y que ya no obedecen, yo creo que la primera etapa si es moda o se viene una moda, luego *its good to have* en el *balance sheet* una cuestión de ESG, hoy en día, estamos en esa cuestión, donde no todo el valor viene por un valor monetario de retorno sobre la inversión, sino en toda la cadena de inversión, donde los inversionistas pueden estar moviéndose y eso ¿dónde lo puedes ver? en el cambio de decisión, hoy en día, seguramente lo han visto como emisores, antes, probablemente tenías un *portfolio manager* al momento de discutir una posición en una emisión y eventualmente aparecía un *ESG guide* en la discusión, hoy en día vemos más el *ESG driving* y el *PM* tomando la validación del ESG para hacer las alocações en el *portfolio*, y un poco lo que mencionaba Tathyanne del escrutinio y evitar el *greenwashing*, si retomamos un poco mi comentario al principio de las láminas, en que 2021 fue un año un poco *out layer*, vimos muchas emisiones temáticas que ni siquiera tenían *framework*, que ni siquiera tenían SPO, y ya ni hables de *guideline* sobre lo que iban a hacer del reporte de impacto. Y hoy en día, un año o dos años después de estas emisiones de moda, que hubo por covid, vemos que los inversionistas se están tomando el



tiempo, sentándose a detalle a analizar no solamente el crédito, sino el componente ESG para tomar una decisión o una posición en la emisión, entonces, ese es un cambio fundamental, y la atención que están poniendo en el *greenwashing*, en evitarlo, te habla de que hay un valor intrínseco y lo conecto también un poco con el otro tema, que hacías de la otra pregunta, sobre la comparabilidad, también los inversionistas están buscando la comparabilidad, en tener un *relative value analysis*, entre dos emisiones, realmente temáticas, y no solamente con diferente Credit, para mí, el problema principal de los emisores ESG es querer ser primeros. querer ser los únicos y querer ser los originales, yo creo que el mercado hacia donde se está moviendo y hubiera sido lo mejor un movimiento más rápido, esta es una apreciación personal, donde hubiera habido una replicación de las emisiones exitosas, para entonces sí, tener una incrementalidad en el *relative value* y poder decir que el país A tiene que *pricear* por adentro del país B y no solamente por la estructura del *credit ratings*, sino por el componente ESG que está metiendo en sus emisiones y que es realmente comparable entre A y B o en los corporativos, para no hablar nada más de los países. Como dice Tathyanne, la taxonomía es donde empiezas a tener esa oportunidad de replantear una comparabilidad, donde para un bloque como la región del pacífico, te va dar la oportunidad de que los inversionistas puedan capturar ese valor intrínseco de estos nuevos fondos y evitar que sean los fondos *greenwashers*, por así etiquetarlos en la discusión, esa sería mi apreciación de como sí hay un valor intrínseco, va a ser cada vez mayor, lo vemos no solamente en los montos, sino en el proceso de toma de decisión y como la comparabilidad te ayudaría a que ese valor intrínseco de los fondos lo puedas capturar todavía más.

Respuesta de Tathyanne Gasparatto:

Solo para complementar, este aspecto de inversión de más largo plazo es fundamental para explicar también el desarrollo del mercado, entonces, como Julio dijo, la participación de las aseguradoras y también de los fondos de pensiones, que son tradicionalmente inversores de más largo plazo, los inversionistas institucionales, es lo que para ellos es una estrategia de mitigación de riesgo, entonces, que sea un riesgo físico por el cambio climático, es verdaderamente un *hedge* porque se tiene que pagar, se tienen más eventos extremos, se tiene más cambios de temperatura y de incidencia de siniestros, están afectando directamente sus ingresos, pero también el tema regulatorio, citemos por ejemplo: para el sector automotriz en China, cuando se pasa un cambio en la regulación, que se prohíben vehículos de combustión y que tienen mandato sólo de vehículos eléctricos y que sabemos es una regulación *top down*, es un riesgo para los inversionistas, estar invirtiendo en un sector que está sujeto a un cambio regulatorio, entonces, están muy conectadas las cosas, el riesgo de continuar invirtiendo en sectores que no son compatibles con una trayectoria de 1 grado y medio o debajo de 2 grados y la estrategia de inversiones y lo que vemos acá cuando miramos los fondos es que son muchos puntos que vienen de los inversionistas institucionales y por tanto son inversionistas de más largo plazo.

Pregunta 2

Respecto al tema de comparabilidad que mencionaba Tathyanne, uno de los grandes temas en prácticas ASG, y sin duda lo ambiental también funciona, es la comparabilidad de las métricas, de la información que hay disponible en el mercado, y si ustedes desde Natixis consideran que por ejemplo tener una clasificación, tener un estándar de las oportunidades que como bien mencionaba Tathyanne están creciendo en la región, fuera de utilidad tener un estándar Alianza del Pacífico para poder comparar el comportamiento de las empresas en temas ambientales o ASG en general, ¿funcionaría o si fuera de utilidad para ustedes, como inversionistas grandes?

Respuesta de Tathyanne Gasparotto:



El tema de comparabilidad es muy interesante, lo que hemos visto en el mercado es con el surgimiento de las diferentes taxonomías, diferentes iniciativas, por ejemplo, de reporte de compromisos como: Science Based Triggers initiative (SBTi) como TPR, como otros, tenemos varios estándares, eso es lo que están pensando los inversionistas. Para nosotros, lo que hemos visto es que, dado la tendencia de continuar el desarrollo de taxonomías, es un camino que ya está bastante establecido y creo que vamos a continuar, para nosotros el más importante para que ningún mercado que esté empezando estos esfuerzos se quede afuera del mercado de finanzas sostenibles, lo más importante es que las métricas sean comparables y para esto, creo que la principal diferencia va a ser para determinados países y todavía no estoy hablando de región porque creo que con la excepción de Europa y también la taxonomía de Asia, la parte más grande de las taxonomías son nacionales, va a haber criterios que son específicos a las regiones, principalmente, en cuanto al papel de los sectores en una estrategia de transacción, entonces por ejemplo, tuvimos en Europa el voto que pasó por parlamento, en cuanto al papel de energía nuclear y también de gas natural, entonces, si debería ser excluido, si debería participar, si debería tener un papel (inaudible)... para el desarrollo, estas características van a ser muy importantes porque todos los países de las regiones tienen características que son diferentes, pero lo que no podemos hacer, es por ejemplo métricas bajo los sectores que son completamente diferentes, por ejemplo: la inclusión de tecnologías que a veces no son compatibles, porque los inversionistas se van a buscar esta comparabilidad que han dicho, pero una herramienta que tiene gran importancia en el mercado, son las validaciones de compromisos que sean validados por ciencia, entonces, hoy la iniciativa que es más conocida son los SBTi, porque el más importante desde el punto de vista climático y se puede hablar de social también, desde el punto de vista climático, es saber que están en una trayectoria que es compatible con un escenario de abajo de 2 grados o de 1.5 grado, para inversionistas y también para nosotros como banco financiador es algo que utilizamos con frecuencia para validación de la trayectoria, principalmente para los corporativos.

Pregunta 3

En su opinión, ustedes creen que de pronto, estos bonos, Sustainability Linked Bonds (SLBs) van a terminar reemplazando como a los otros tipos de bonos temáticos, teniendo en cuenta que estos bonos si prevén como una consecuencia económica o un impacto económico cuando no se cumplen como las metas establecidas dentro de los bonos, no sé si eso se va a hacer que se vuelvan como más atractivos para los inversionistas, que no necesitan tener tal vez como tanto seguimiento como los otros bonos, sino que simplemente ya tienen como una consecuencia, para prevenir el *greenwashing* y en caso de que el emisor no cumpla con los (inaudible) pedidos que plantearon con los bonos con los targets.

Respuesta de Tathyanne Gasparotto:

No, creo que los dos van a seguir existiendo en conjunto, porque tiene n papeles que son distintos para cada sector que se analiza, creo, por ejemplo, va a reemplazar el papel de bonos verdes iniciales para sectores que son muy carbono intensivos, en un primer momento, sectores que tienen negocios y que operan en sectores que no son compatibles como he dicho, que necesitan hacer una transición, un cambio, van a empezar el acceso al mercado por bonos que sean *linkeados* que tengan ganas de *performance* y después van a necesitar financiar sus proyectos verdes y para esto la mejor herramienta son los bonos de designación específica de ingresos, los bonos temáticos, entonces no creo que va a ser una sustitución, pero los dos van a ganar cada vez más participación cuando el mercado se desarrolle, pero es muy importante, que no es una situación de uno u otro indiscriminadamente, hay un papel para cada uno de ellos, que es muy específico para el tipo de emisor y principalmente el sector en que se opera.

Respuesta de Julio Mariscal:



Rescato el último punto, creo que va a depender del emisor y yo creo que siendo un poco maquiavélico no creo que la respuesta de los SLBs sea para todos los emisores y pienso en los nombres en la mesa, en los soberanos, a medida que veamos que evoluciona más el mercado de los SLBs, por ejemplo, los inversionistas de los SLBs estén más dispuestos a discutir por ejemplo *step downs* en los cupones en vez de *step ups* nada más, para los soberanos será todavía más atractivo seguir usando los bonos temáticos, entonces uso ese ejemplo, de los *Green Bonds* o *Social Bonds* o *Sustainable Bonds*, es una gama tan grande de emisores que tener la flexibilidad de los diferentes instrumentos, yo creo que funciona, el mercado va a mantener a los dos, algunos años subirá uno, en otros años subirán los otros, a medida que más empresas se muevan, o sectores dejen de estar en sectores de transición, no deberían perder el recurso de tener bonos *use of proceeds*, lo que sí creemos es que lo que sí debería ir hacia la baja, son las emisiones *vanilla*, yo creo que a medida que el mercado se detone surgirán probablemente nuevos instrumentos en temáticos, pero pues ojalá también veamos una migración hacia estos bonos y el sector *vanilla* quede cada vez menos.



Casos Prácticos expuestos por los Países Miembros



Anexo I – Caso Chile

Tipo de ETF	Canasta	Temático y justificación	Construcción del índice	Posibles obstáculos legales o fiscales para constituirlo y soluciones	Posibles retos para su crecimiento
Indizado (pasivo)	Deuda gubernamental	Posibilidad de incorporar bonos sociales	Rebalanceo: Anual. Dado que está relacionado a la política de deuda chilena con base a <i>benchmarks</i> para luego reabrirlos cada año, cercano a su vencimiento, esto hace que no existan cambios bruscos entre un año y otro entre la composición del portafolio.	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidez del mercado no es la óptima. • No existe un mercado repo desarrollado. • Ambos problemas pueden ser mitigados mediante la entrega de papeles por parte del fisco. • Desde el punto de vista legal, esto genera un problema, en tanto la autorización de endeudamiento de la República se realiza con base al monto bruto de endeudamiento anual. • De esta forma, cualquier papel emitido para ser entregado a un gestor de ETF, sería computado dentro del uso de margen de endeudamiento. <p>Soluciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Incluir una cláusula especial para este tipo de deuda. • Agregar al margen de endeudamiento, un monto destinado a ETFs. <p>Ambas modificaciones requieren tiempo.</p> <p>Aspectos tributarios:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los ETFs, bajo ciertos requisitos no difíciles de alcanzar, serían no contribuyentes. • Actualmente, el régimen tributario de los papeles de gobierno funciona en base devengada, con una tasa de 4% sobre el interés devengado en el período. Este impuesto, en el caso de los extranjeros, reemplaza al que aplicaría como regla general, de 35%. • Este impuesto se entiende pagado, para el caso de los extranjeros, con un withholding tax de 4% del cupón. • Si el fondo estuviese en Chile, no sería contribuyente, por lo que tendría derecho a devolución del 4% devengado durante el período. • De esto último podría emerger un reto, en tanto no existe una sola manera de restituir ese 4% a los inversionistas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado local está dominado por Fondos de Pensiones, los cuales no tienen grandes contrapartes con las cuales interactuar. • Mercado repo poco desarrollado. • La participación de extranjeros aún es baja, y la liquidez del mercado no es buena. • Se está trabajando en una agenda de mejora, pero los resultados se verán en el mediano plazo.



Anexo J - Caso Colombia (SFC – MHCP)

Tipo de ETF	Canasta	Temático y justificación	Construcción del índice	Posibles obstáculos legales o fiscales para constituirlo y soluciones	Posibles retos para su crecimiento
Indizado (pasivo)	Títulos de Deuda pública Interna de Colombia: Títulos de Tesorería TES Clase B. Canasta de activos con vida media promedio de 9.2 años. Canasta Potencial- TES Tasa fija.	No especifica. La principal innovación de un ID ETF es la participación directa de una entidad de apoyo, generalmente una institución del sector público (Gobierno Nacional en este caso) que trabaja para desarrollar los mercados de bonos en moneda local.	Criterios de selección: Experiencia: 40% Tarifa: 30% Plan de Negocio: 30% Requisitos para el Proveedor del índice: 1. Años de experiencia como proveedor de índices (al menos 5 años). 2. Número de Fondos/Agentes utilizando sus índices (al menos 20). 3. Cantidad de índices que provee (al menos 30). 4. Cantidad de índices de renta fija que provee (al menos 20) 5. Utilización de bonos soberanos en índices de renta fija (en al menos 10 índices) 6. Estar en conformidad con los principios de IOSCO.	Inversionistas que pueden participar en el ETF: Se expidió el Decreto 1351 de 2019, con el fin de clarificar el tratamiento de los Fondos Bursátiles que estuvieran conformados con Títulos de Deuda Pública aclarando que los establecimientos bancarios podrían invertir en estos vehículos y que los límites establecido en términos de inversión computarían como si compraran Títulos de Deuda Pública.	El subyacente de este instrumento es de deuda pública, por lo tanto, será de vital importancia la consistencia macroeconómica, la política monetaria, la política fiscal, la sostenibilidad de la deuda, así como todo tipo de incentivos que se puedan establecer para impulsar el vehículo, todas las áreas del Gobierno Central van a tener que articularse para salir con éxito y potencial crecimiento.

Nota: La información corresponde a un caso real, donde Colombia trabajó con el Banco Mundial para estructurar y lanzar un ETF.



Anexo K - Caso México

Tipo de ETF	Canasta	Temático y justificación	Construcción del índice	Posibles obstáculos legales o fiscales para constituirlo y soluciones	Posibles retos para su crecimiento
Indizado (pasivo)	Bonos del Gobierno de los Estados Unidos Mexicanos Sostenibles (formato fijo y flotante)	Alineado a criterios de Desarrollo Sostenible, Bonos dentro del Marco de Referencia del Gobierno de México. El criterio temático es la sostenibilidad, proyectos presupuestarios alineados a los criterios de desarrollo sostenible.	<p>Criterios de selección: Pesos mexicanos; 3 a 5 años; AAA (Nacional).</p> <p>Proveedores: MSCI, FTSE, S&P y Bloomberg.</p> <p>Rebalanceo: Semestral, dado el cambio en la oferta de los bonos soberanos.</p>	<p>Regulación Local:</p> <ul style="list-style-type: none"> La normativa nacional contempla la construcción de ETFs. La normativa del sector público posibilita fideicomisos públicos, pero conlleva procesos complejos. <p>Regulación en Bolsas Locales y Extranjeras:</p> <ul style="list-style-type: none"> Local: no existen obstáculos. Extranjera; Iniciar trámites para su listamiento en el SEC. <p>Tratamiento Fiscal:</p> <ul style="list-style-type: none"> Para extranjeros, existe una excepción para contribución al ISR (sujeto a ciertas condiciones). Para nacionales, existe el obstáculo de que el ETF se considera como capital, a pesar de que sea constituido por deuda. <p>Soluciones:</p> <p>Mercado Local:</p> <ul style="list-style-type: none"> Formadores de Mercado. Préstamos especiales. Incentivar desarrollos de plataformas tecnológicas para mercado <i>retail</i>. <p>Base de Inversionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> Campaña en medios de comunicación. Organización de talleres o <i>webinars</i> Realización de manuales. 	<p>Mercado Local:</p> <ul style="list-style-type: none"> Una rápida adopción del producto por parte de inversionistas locales. Desarrollo de plataformas digitales para penetrar en el mercado <i>retail</i>. <p>Base de Inversionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> Locales: es prioridad que conozcan los beneficios que se generan al invertir en proyectos sostenibles. Los Fondos de Retiro y de Inversión son sectores clave para comprar el producto. Los inversionistas extranjeros están familiarizados con esta temática, por lo que hay que desarrollar bonos que sean congruentes a sus estrategias. <p>Tratamiento Fiscal:</p> <ul style="list-style-type: none"> El marco fiscal en México favorece la tenencia en manos de extranjeros. Por parte de los participantes nacionales, no se tiene pensado realizar alguna modificación.



Anexo L - Caso Perú

Tipo de ETF	Canasta	Temático y justificación	Construcción del índice	Posibles obstáculos legales o fiscales para constituirlo y soluciones	Posibles retos para su crecimiento
Indizado (pasivo)	<p>Bonos Corporativos</p> <p>Instrumentos de renta fija corporativa de empresas domiciliadas en Perú, con grado de inversión y registradas ante el regulador local (SMV)</p> <p>La exposición de la deuda corporativa peruana sería de manera diversificada entre varios sectores (bancario, industrial, eléctrico, entre otros).</p>	No especifica.	<p>Criterios:</p> <p>Soles</p> <p>La asignación estará concentrada en instrumentos en el corto plazo (1 a 3 años). Emisores de Deuda con grado de inversión local (desde BBB-) en moneda local.</p> <p>Proveedores:</p> <p>J.P. Morgan, FTSE Russel, PiP, S&P, Bloomberg y MSCI.</p> <p>Gestores del ETF:</p> <p>Credicorp Capital, Interfondos, BBVA, el Dorado, asset management, Scotiabank, SURA.</p> <p>Rebalanceo:</p> <p>El vencimiento mínimo debe ser de 1 año y máximo de 3 años en la fecha de rebalanceo. Frecuencia mensual.</p> <p>Método de composición del índice:</p> <p>Valor de mercado, con límite de 10% por emisor.</p>	<p>Tratamiento Fiscal:</p> <ul style="list-style-type: none"> La condición de contribuyente recae sobre el partícipe del ETF. Las tasas aplicables sobre renta dependerán de las características y situación particular del partícipe como contribuyente. No son sujeto de impuesto a la renta los intereses o ganancias de capital provenientes de la enajenación directa o indirecta de valores que conforman o subyacen los ETF que repliquen índices construidos teniendo como referencia instrumentos de inversión nacionales, cuando dicha enajenación se efectúe para la constitución (entrega de valores a cambio de recibir unidades de los ETF), cancelación (entrega de unidades de los ETF a cambio de recibir valores de los ETF) o gestión de la cartera de inversiones de los ETF (Inciso III del literal h) del Artículo 18 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, aprobado por Decreto Supremo N° 179-2004-EF). Están exonerados del impuesto a la renta hasta el 31 de diciembre de 2022, las rentas provenientes de la enajenación de Unidades de Exchange Trade Fund (ETF) que tenga como subyacente: acciones y/o valores representativos de deuda, siempre que i) su enajenación sea realizado en un mecanismo centralizado de negociación supervisado por la SMV y ii) los valores tengan presencia bursátil. Las empresas que inscriban por primera vez sus valores en el Registro de Valores de una Bolsa tienen un plazo de 360 días calendario a partir de la inscripción para que los valores cumplan con el requisito de presencia bursátil (Artículo 2 de Ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores, Ley N° 30341, modificado por D.U. 005-2019). 	<ul style="list-style-type: none"> Mercado local aún no está en desarrollo. Limitada participación de personas naturales en mercado de capitales. Dificultades en infraestructura tecnológica para la implementación de ETF. Preferencia de inversionistas institucionales por invertir directamente en el subyacente. Cautela de potenciales Gestores de ETF (sociedades administradoras de Fondos Mutuos en desarrollar nuevos productos en contexto de incertidumbre). Incertidumbre ante preocupaciones por presiones inflacionarias, subidas de tasas de interés, potenciales riesgos de recesión, entre otros, que viene afectando los mercados de capitales locales e internacionales.