



ETPedia



De educatieve gids voor
Exchange Traded Products (ETP's)



ETF Securities vindt dat beleggers de risico's die aan hun beleggingen zijn verbonden, altijd moeten begrijpen en zich er ten volle van bewust moeten zijn. Daarom hebben wij deze gids samengesteld, waarin wij beleggers objectieve informatie bieden over ETP's (Exchange Traded Products).

De gids is bedoeld om beleggers inzicht te bieden in de grondbeginselen van ETP's. Er komen vele thema's aan de orde, uiteenlopend van producttypen tot vooruitzichten voor de sector als geheel. We hopen dat u deze gids waardevol en nuttig vindt.

| | | | |
|-----------|---|----|--|
| 01 | Inleiding tot ETP's | | |
| | Actieve en passieve beleggingen | 5 | |
| | Wat is een ETP? | 9 | |
| | Waarom een ETP gebruiken? | 10 | |
| | De ETP-typen | 11 | |
| | Short- en hefboom-ETP's | 14 | |
| | Valuta-ETP's | 16 | |
| | ETP's met valutahedge | 18 | |
| | ETP's en andere vehikels | 20 | |
| 02 | ETP-structuur | | |
| | Replicatiemethoden | 23 | |
| | Fysieke replicatie | 23 | |
| | Synthetische replicatie | 25 | |
| 03 | ETP-risico's | 31 | |
| 04 | ETP's en belastingen | | |
| | Zegelrecht | 33 | |
| | UK Reporting Fund Status | 33 | |
| | Belastingvoordelen | 33 | |
| | Heffing op remittance-basis | 33 | |
| 05 | Handel en koersvorming | | |
| | Creatie en terugkoop | 35 | |
| | Koersbepaling en intrinsieke waarde | 36 | |
| | Arbitrage | 37 | |
| | Liquiditeit | 38 | |
| | Ordertypen | 39 | |
| | Uitvoeringskosten | 40 | |
| 06 | Kosten en rendement | | |
| | Interne kosten | 43 | |
| | Externe kosten | 44 | |
| | Kosten die niet in de TER zijn opgenomen | 45 | |
| | Tracking | 46 | |
| | Indices | 49 | |
| | Futures, contango en backwardation | 50 | |
| 07 | Actieve en passieve beleggingen | | |
| | Het rendement van actieve beleggingsfondsen | 57 | |
| | De risico's van passief beleggen | 59 | |
| 08 | De toekomst van ETP's | | |
| | ETP-groei | 61 | |

01 Inleiding tot ETP's

Sinds de introductie van het eerste ETP (Exchange Traded Product) in 1993, heeft de sector een enorme groei doorgemaakt. Momenteel is er wereldwijd meer dan USD 2 biljoen belegd in meer dan 4.500 ETP's¹.

Oorspronkelijk combineerden ETP's de kostenefficiënte aandelenindexfondsen met de intradag-verhandelbaarheid van beursgenoteerde aandelen. Naarmate de markt volwassen werd, zijn de ETP's uitgebreid om blootstelling te kunnen bieden aan steeds meer vermogenscategorieën. Momenteel bieden ETP's, naast replicatie van aandelenbenchmarks, beleggers ook de mogelijkheid om hun portefeuille te diversifiëren via blootstelling aan activa waar men vroeger moeilijk toegang toe had.

Actieve en passieve beleggingen

Een fondsbeheerder beschikt globaal over twee beleggingsmethoden: actief en passief.

| Actief fondsbeheer | Passief fondsbeheer |
|--|---|
| <p>De actieve fondsbeheerder belegt in geselecteerde activa (aandelen, obligaties, grondstoffen, enz.) met het doel beter te presteren dan de markt (gewoonlijk gerepresenteerd door een benchmark, zoals de AEX Index of Bel 20 Index).</p> | <p>Passief beheerde fondsen of beleggingen streven er niet naar beter te presteren dan de markt. In plaats daarvan probeert de passieve belegger de prestaties van de benchmark zo nauwkeurig mogelijk te repliceren.</p> <p>De meerderheid van de ETP's zijn passieve beleggingen, omdat ze zijn bedoeld om een benchmark te volgen.</p> |

We kunnen ons vraag stellen waarom iemand überhaupt een passieve belegging zou verkiezen boven een actieve belegging. Want als je genoeg neemt met het markttrendement in plaats probeert het te overtreffen, lijkt het op het eerste gezicht een beetje of je de strijd bij voorbaat hebt opgegeven. Tenslotte klinkt het idee van consistente rendementen die boven het markttrendement liggen en waarmee een kleine inleg kan worden omgezet in grote rijkdom, altijd aantrekkelijk.

Maar hoe aantrekkelijk de beloften van actief beheer ook zijn, prestaties die het benchmarkrendement overtreffen, zijn nooit gegarandeerd. Heel wat beleggers kiezen een passieve beleggingsstrategie, omdat een groot aantal actieve beleggers in het verleden de markt niet consistent hebben weten te overtreffen. In plaats van blind te vertrouwen op de beloften van actieve beleggingen, zouden beleggers de prestaties uit het verleden van actieve en passieve beleggingen met elkaar moeten vergelijken.

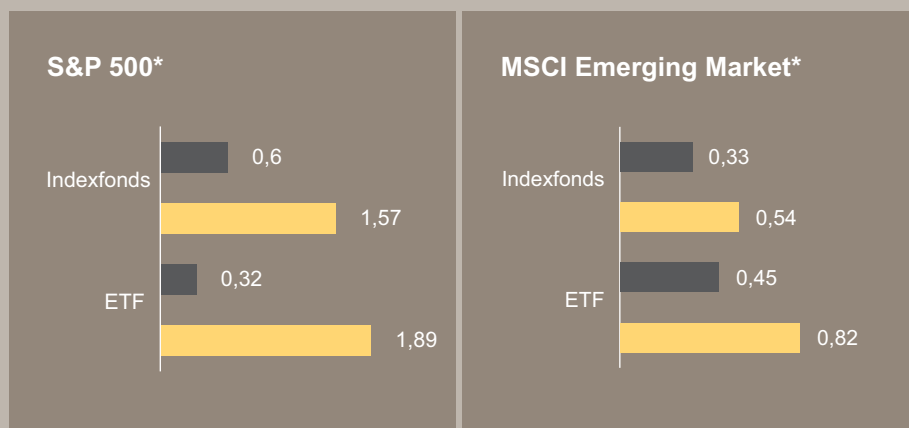
Zie pagina 56 voor meer informatie over actieve en passieve beleggingen.

Voorbeeld 01 : Traditionele indexfondsen

Het succes van traditionele, passief beheerde indexfondsen was deels te danken aan hun lage kosten en de inconsistente rendementen van veel actief beheerde fondsen. Traditionele indexfondsen hebben echter mogelijk een aantal tekortkomingen: minimuminleg, kosten bij vervroegde terugkoop en geen intradag-verhandelbaarheid.

Net als traditionele indexfondsen volgen ETP's benchmarks. Maar ETP's bieden ook intradag-koersvorming en -handel zonder minimuminleg en zonder kosten bij vervroegde terugkoop. Bovendien kunnen ETP's goed concurreren met traditionele indexfondsen op het vlak van kosten en rendement².

ETP's versus traditionele indexfondsen



■ Kostenratio (%)
 ■ Gemiddeld rendement (%)

*Voor lasten gecorrigeerd jaarrendement over 3 jaar, eenvoudig gemiddelde (31 december 2010).
 Bron: McKinsey & Company, The Second Act Begins for ETFs (augustus 2011).

² McKinsey & Company, The Second Act Begins for ETFs (augustus 2011).

Voorbeeld 02 : Toegang tot grondstoffen: goud

In het verleden was het voor beleggers moeilijk om toegang te krijgen tot goud, omdat zij moesten beschikken over de middelen om fysiek goud op te slaan of over de expertise om futures te gebruiken. Beleggers kunnen nu de goudmarkt betreden via ETP's die even makkelijk verhandelbaar zijn als aandelen, zonder dat zij het metaal fysiek in ontvangst hoeven te nemen. Wereldwijd is momenteel via ETP's meer dan USD 125 miljard in fysiek goud belegd.³

Toegang tot goud en andere grondstoffen is waardevol, omdat grondstoffen historisch een lage correlatie hebben met de bredere economische omgeving. Goud wordt door beleggers bijvoorbeeld vaak als hedge gebruikt in een volatiele omgeving om bescherming te bieden tegen risico's. In de afgelopen vijf jaar liet goud een rendement van 45% zien, tegenover 30% voor de AEX Index in EUR.⁴

Een vergelijking tussen het rendement van goud en de AEX Index in EUR



Bron: Bloomberg (8 oktober 2008 - 8 oktober 2013).

³ Financial Times (12 april 2013)

⁴ ETF Securities (oktober 2013)

De populariteit van ETP's lijkt aan te houden. Ondanks een verdrievoudiging van het bedrag dat in de afgelopen tien jaar is belegd in ETP's, is de Europese sector nog steeds onderontwikkeld in vergelijking met de Amerikaanse markt, waar 20% van alle beleggingen passief ingevuld wordt, tegenover slechts 8,7% in Europa⁵.

Omvang passieve beleggingen in VS en Europa (2008-2012)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 30-6-2012 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| VS passief | 13,1% | 15,4% | 18,0% | 19,2% | 20,1% |
| Europa passief | 6,5% | 7,7% | 8,4% | 8,5% | 8,7% |

Bron: Vanguard, Evolution of ETFs (november 2012).

Naarmate de bekendheid van en de vertrouwdheid met ETP's verbetert, zullen ook particulieren dit type product meer en meer gaan gebruiken. In vergelijking met de Amerikaanse markt wordt het gebruik van ETP's in Europa gedomineerd door institutionele beleggers. Particuliere beleggers en hun adviseurs op het Europese vasteland hebben slechts 15% van het totale belegd vermogen in ETP in portefeuille en in het Verenigd Koninkrijk ligt dat percentage op 10%, terwijl in de VS 50% van het belegd vermogen in ETP in particuliere handen is. Als de groei hetzelfde traject volgt als in de VS, verwachten wij een aanzienlijke uitbreiding van het gebruik van ETP's onder particuliere beleggers.

Wereldwijd ETP-gebruik

| | Institutionele beleggers | Adviseurs | Particulieren |
|---------------------|--------------------------|-----------|---------------|
| VS | 50% | 45% | 5% |
| Canada | 37% | 34% | 28% |
| Verenigd Koninkrijk | 90% | 9% | 1% |
| Europees vasteland | 85% | 10% | 5% |
| Azië | 90% | 9% | 1% |
| Australië | 10% | 30% | 60% |

Bron: Vanguard, Evolution of ETFs (november 2012).

Terwijl de groei van de ETP-sector tot snelle innovatie heeft geleid, heeft het tempo van de veranderingen ook tot verwarring geleid. Er is onzekerheid gerezen of alle beleggers de verschillende producttypen en de bijhorende risico's wel volledig zouden begrijpen. Bovendien houden media en regelgevende instanties het universum van ETP-producten nauwkeuriger in de gaten.

Daarom is het van het grootste belang dat beleggers goed worden voorgelicht. Met deze gids willen wij informatief referentiemateriaal bieden aan beleggers die meer willen weten over de mogelijkheden en risico's van ETP's.

⁵ Vanguard, Evolution of ETFs (november 2012).

Wat is een ETP?

Een Exchange Traded Product (ETP) is een financieel instrument dat wordt verhandeld op een beurs, waarbij het doorgaans de bedoeling is hetzelfde rendement te behalen als een bepaalde benchmark vóór kosten. Hoewel er verschillende typen ETP's zijn, hebben zij een aantal gemeenschappelijke kenmerken.

| Kenmerk | Voordeel |
|----------------------------|---|
| Beursgenoteerd | U kunt altijd precies zien hoe uw belegging presteert |
| Verhandelbaar als aandelen | Kopen en verkopen net als bij aandelen, altijd als de markt open is |
| Liquide | Liquiditeit via geautoriseerde deelnemers en marktmakers |
| Volgt benchmark | Streeft ernaar hetzelfde rendement te bieden als de onderliggende benchmark |
| Passieve belegging | Kostenefficiënte manier om blootstelling te verwerven aan een benchmark, doordat de beheervergoedingen over het algemeen lager zijn |

In Europa zijn er normaal drie ETP-categorieën:

- Exchange Traded Funds (ETF's - beursgenoteerde fondsen)
- Exchange Traded Commodities / Currencies (ETC's - beursgenoteerde grondstoffen / valuta)
- Exchange Traded Notes (ETN's - beursgenoteerde notes)

| ETP | | |
|--|---|--|
| ETF | ETC | ETN |
| Biedt onder andere toegang tot: <ul style="list-style-type: none"> • aandelenindices • grondstoffenindices • vastrentende effecten • geldmarktinstrumenten • private equity-indices • indices van fondsen van hedgefondsen | Biedt onder andere toegang tot: <ul style="list-style-type: none"> • individuele grondstoffen (zoals goud, olie, landbouw en industriële metalen) • grondstoffenmandjes • valuta's | Biedt toegang tot een benchmark op basis van een schuldeffect zonder onderpand |

ETP's zijn bedoeld om het rendement van een onderliggende benchmark te repliceren, in een financieel instrument dat net zo toegankelijk en gemakkelijk verhandelbaar is als een aandeel. Beleggers kunnen profiteren van de brede diversificatie van een aandelenindex en kunnen met één transactie blootstelling verkrijgen aan honderden of duizenden individuele effecten. En omdat ETP's toegang bieden tot een zeer breed spectrum aan vermogenscategorieën, kunnen beleggers nu ook meer exotische beleggingsdomeinen betreden die vroeger uitsluitend konden worden betreden door institutionele beleggers (zoals individuele grondstoffen of opkomende markten). ETP's vragen over het algemeen een lagere vergoeding dan actief beheerde fondsen en concurreren dus op het punt van kosten met traditionele fondsen.

Waarom een ETP gebruiken?

01 Eenvoudig

ETP's zijn beursgenoteerd en worden op soortgelijke wijze verhandeld als aandelen, via dezelfde brokers en platformen

02 Toegankelijk

ETP's kunnen op elk moment worden gekocht en verkocht tijdens de openingsuren van de beurs, aangezien er de hele dag door koersnoteringen zijn

03 Gediversifieerd

ETP's kunnen via één transactie toegang bieden tot een hele index, of tot alternatieve vermogenscategorieën (zoals grondstoffen)

04 Kostenefficiënt

ETP's bieden een kostenefficiënte manier om te diversifiëren via een benchmark of via blootstelling aan activa waar men vroeger moeilijk toegang toe had

05 Transparant

In tegenstelling tot andere beleggingsvehikels worden ETP-componenten dagelijks gepubliceerd, zodat beleggers eenvoudiger een goed overzicht van hun bezit kunnen krijgen

06 Flexibel

ETP's kunnen worden gebruikt om tal van beleggingsstrategieën toe te passen

De ETP-typen

Exchange Traded Funds (ETF's - beursgenoteerde fondsen)

Exchange Traded Funds zijn beleggingsfondsen die op een beurs worden verhandeld als enkelvoudige effecten. Ze zijn bedoeld om een onderliggende benchmark te volgen. ETF's zijn open-ended. Dat betekent dat er ETF-aandelen kunnen worden gecreëerd als dat nodig is om aan de vraag te voldoen. Sinds de introductie van het eerste ETF in 1993 zijn het aanbod en de variëteit aan ETF's drastisch toegenomen. Hieronder vindt u enkele voorbeelden van de typen blootstelling die ETF's tegenwoordig kunnen bieden.

Exchange Traded Funds (ETF's) - voorbeelden van vermogenstypen

| Aandelen | Vastrentend | Geldmarkt | Alternatieve beleggingen |
|-------------------|-------------------|--------------------------|--------------------------|
| Wereldwijd | Overheid | EONIA | Private equity |
| Sectoren | Bedrijven | SONIA | Hedgefondsen |
| Opkomende markten | Inflatiegekoppeld | Fed-fondsen | Volatiliteit |
| Eén land | Hoogrentend | | Vastgoed |
| | Mortgage-backed | Grondstoffen | |
| | Opkomende markten | Gediversifieerde indices | |

In de Europese Unie worden de meeste ETF's gereguleerd via wetten op collectieve beleggingen, de zogenaamde ICBE's⁶. ICBE's bieden beleggers een aantal belangrijke veiligheden:

- **Gescheiden activa:** om het risico voor beleggers te beperken in geval van faillissement van de ETP-aanbieder.
- **Meer transparantie:** bepaalde informatie moet aan beleggers ter beschikking worden gesteld.
- **Diversificatielimieten:** beleggingen worden niet geconcentreerd in één enkel actief.

Deze voorzorgsmaatregelen hebben bijgedragen aan de populariteit van ETF's bij zowel beleggers als aanbieders.

⁶ Instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's).

Exchange Traded Commodities (ETC's - beursgenoteerde grondstoffen)

Exchange Traded Commodities (ETC's) zijn schuldeffecten waarover geen rente wordt betaald. Zij zijn ontwikkeld om blootstelling te bieden aan een individuele grondstof of aan een mandje van grondstoffen.

Exchange Traded Commodities (ETC's) - voorbeelden van vermogenstypen

| Edelmetalen | Energie | Landbouw | Industriële metalen | Gediversifieerd |
|----------------|-------------------------|-----------|---------------------|--------------------|
| Goud | Brent | Graan | Aluminium | Alle grondstoffen |
| Zilver | West Texas Intermediate | Cacao | Koper | Exclusief landbouw |
| Platina | Carbon Dioxide | Koffie | Lood | Exclusief energie |
| Palladium | Aardgas | Maïs | Nikkel | |
| | Geraffineerde producten | Katoen | Tin | |
| Vee | | Sojabonen | Zink | |
| Magere varkens | | Suiker | | |
| Levend rundvee | | Tarwe | | |

Aangezien de ICBE-regels een minimaal diversificatieniveau voorschrijven voor collectieve beleggingsvehikels en beperkingen opleggen ten aanzien van de activatypen die mogen worden aangehouden, hadden de productaanbieders een alternatieve structuur nodig om beleggers toegang te bieden tot individuele grondstoffen. In Europa was de oplossing het gebruik van schuldeffecten die worden uitgegeven door een special purpose vehicle (SPV) met gescheiden activa:

- **Schuldstructuur:** hierdoor vallen ETC's onder andere regelgeving dan ETF's en worden niet beperkt door de ICBE-diversificatievereisten. ETC's kunnen beleggers blootstelling bieden aan één of aan een klein aantal grondstoffen.
- **SPV:** ETC's worden uitgegeven door een SPV. De activa van het product zijn daardoor gescheiden van de productaanbieder en kunnen bij een faillissement van de productaanbieder niet worden gebruikt om zijn schulden af te lossen.
- **Met onderpand:** ETC's beschikken meestal over een onderpand. Dit kan in de vorm van fysieke (edel)metalen, of in de vorm van aandelen en/of obligaties indien er gebruik gemaakt wordt van derivatencontracten om de betreffende index te volgen.

De ETC-structuur wordt ook gebruikt om beleggers toegang te bieden tot valuta's. Het gaat hierbij zowel om individuele valutaparen (met en zonder hefboomeffect) als om valutamandjes.

Exchange Traded Notes (ETN's - beursgenoteerde notes)

ETN's zijn, net als ETC's, niet-rentedragende schuldeffecten die zijn ontwikkeld om het rendement van een onderliggende benchmark te volgen. Het verschil is dat ETC's worden uitgegeven door SPV's met gescheiden activa, terwijl ETN's over het algemeen worden uitgegeven door banken, geen activa aanhouden en geen onderpand bieden. Hoewel hun rendementen zijn gekoppeld aan een onderliggende benchmark zijn ETN's te vergelijken met beursgenoteerde obligaties zonder onderpand.

ETN's zijn dus volledig afhankelijk van de kredietwaardigheid van de emitterende entiteit. Een verandering in de kredietwaardigheid kan een negatieve impact hebben op de waarde van de ETN, ongeacht de prestaties van de onderliggende benchmark of het onderliggende actief. In extreme omstandigheden zou de belegger bij wanbetaling van de emittent een achtergestelde crediteur worden tegenover de emitterende entiteit.

ETN's zijn vooral aantrekkelijk doordat zij blootstelling garanderen aan het rendement van een benchmark of een effect (na aftrek van vergoedingen), zelfs wanneer de onderliggende markten of sectoren met liquiditeitstekorten kampen. Het rendement wordt gegarandeerd door de emitterende entiteit en hangt niet af van de (directe of indirecte) toegang tot de onderliggende activa.

Omdat ETN's geen activa aanhouden en over het algemeen geen onderpand bieden, werken ze heel anders dan ETF's en ETC's. Een groot deel van wat in deze gids over ETP's is gezegd heeft daarom alleen betrekking op ETF's en ETC's en niet op ETN's.



ETP's in één oogopslag

| | ETF | ETC | ETN |
|------------------------------|------------------------------|--------------|--------------|
| Effecttype | Collectief beleggingsvehikel | Schuldeffect | Schuldeffect |
| ICBE-gereguleerd | Ja | Nee | Nee |
| Toegang tot grondstoffen | Bepakt ⁷ | Ja | Ja |
| Kredietrisico emittent | Bepakt | Bepakt | Ja |
| Gebruik door ICBE toegestaan | Ja | Ja | Ja |

⁷ Volgens ICBE-regelgeving mogen ETF's geen fysieke grondstoffen aanhouden en moet er sprake zijn van een minimaal diversificatieniveau. Dit betekent dat ETP's alleen kunnen worden gebruikt om toegang te verkrijgen tot bepaalde, gediversifieerde grondstoffenindices.

Short ETP's en ETP's met hefboom

Een belegger kan zowel short- als een blootstelling met hefboom hebben aan een variëteit aan verschillende vermogenscategorieën, door tactisch gebruik te maken van short ETP's of ETP's met een hefboom.

In tegenstelling tot traditionele short- en hefboomposities in aandelen, wordt er bij deze posities niet geleend, maar worden er derivaten ingezet om het rendement te realiseren. Doordat ETP's gewoonlijk worden gestructureerd als aandelen of schuldeffecten, kunnen de verliezen niet meer worden dan de oorspronkelijke inleg.

Longpositie

Een positie waarmee winst wordt behaald als de waarde van een effect stijgt.

Een belegger koopt bijvoorbeeld aandelen van een bedrijf. Als de aandelen in waarde stijgen, kunnen ze met winst worden verkocht.

Shortpositie

Een positie waarmee winst wordt behaald als de waarde van een effect daalt.

Een belegger leent bijvoorbeeld aandelen van een broker om ze te verkopen. Deze aandelen moeten uiteindelijk worden teruggegeven. Als de aandelen na verkoop in waarde dalen, kan de belegger ze terugkopen, zodat hij ze kan retourneren tegen een koers die lager is dan de koers die hij zelf bij de verkoop heeft ontvangen.

Hefboompositie

Een positie waarbij financiële instrumenten worden ingezet of geld wordt geleend om het potentiële rendement van een belegging te verhogen. Zowel short- als longposities kunnen een hefboomeffect hebben.

Den belegger belegt bijvoorbeeld € 500 in aandelen van een bedrijf. € 250 neemt hij van zijn eigen rekening en € 250 leent hij rentevrij van een broker.

Als deze aandelen 20% stijgen, heeft de belegger dus € 600. Als hij de geleende € 250 teruggeeft, houdt de belegger dus € 350 over: een winst van € 100. Als de belegger alleen met zijn eigen geld had belegd, had hij slechts € 50 winst gemaakt (20% winst, van € 250 naar € 300).

Als deze aandelen 20% in waarde dalen, heeft de belegger € 400. Als hij de geleende € 250 teruggeeft, houdt hij dus € 150 over: een verlies van € 100. Als de belegger alleen met zijn eigen geld had belegd, zou hij € 50 verlies hebben geleden.

Compounding en volatiliteit

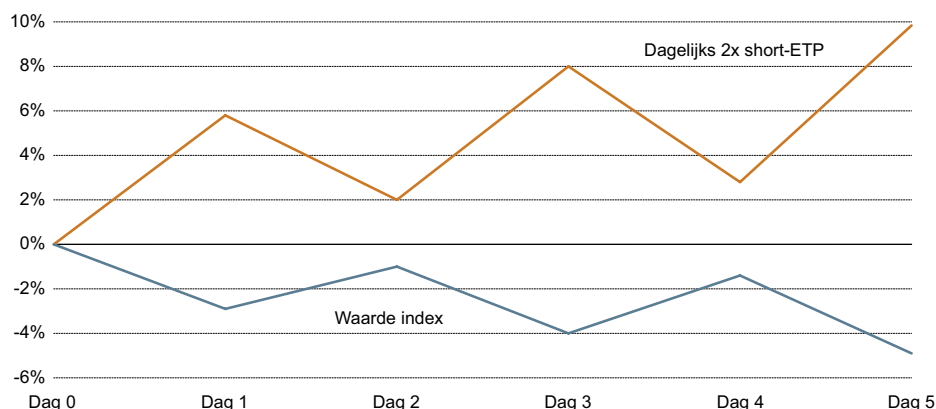
Short- en hefboom-ETP's genereren het aangeboden rendement slechts gedurende een bepaalde periode (bijvoorbeeld dagelijks of maandelijks). Als u short- en hefboom-ETP's langer aanhoudt, kunnen compounding en volatiliteit het verwachte rendement vertekenen. Dit doet zich vooral voor in een volatiele markt.

Ter illustratie ziet u in het voorbeeld rechts wat er gebeurt wanneer € 100 wordt belegd in een dagelijks 2x short-ETP (met hefboomeffect) die een volatiele index volgt. Na 5 dagen is de index 5% gedaald, waardoor de belegger kan verwachten dat de waarde van de ETP met 10% is gestegen. Laten we de prestaties van de ETP en de onderliggende index voor elke vermelde periode bekijken. Wij gebruiken in dit voorbeeld een ETP met dagelijkse verrekening ('compounding'). Wij beschouwen dus de waarde van de ETP en de index aan het einde van elke dag.

Short- en hefboomcompounding - een cijfervoorbeeld

| Dag | Waarde index | Dagelijkse variatie | 2x short-ETP-waarde (EUR) |
|------------------|---------------|---------------------|---------------------------|
| 0 | 100 | | 100 |
| 1 | 97,10 | -2,9% | 105,80 |
| 2 | 98,94 | 1,9% | 101,78 |
| 3 | 95,98 | -3,0% | 107,89 |
| 4 | 98,47 | 2,6% | 102,28 |
| 5 | 95,00 | -3,5% | 109,48 |
| Resultaat | -5,00% | | 9,48% |

Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.



Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

Aan het einde van dag 1 is de waarde van de index met 2,9% gedaald tot 97,10. De shortfactor 2x wordt toegepast op de dagelijkse indexschommeling om tot de overeenkomstige waarde van de ETP te komen. In dit voorbeeld stijgt het dagelijks 2x short-ETP met 5,8% in waarde tot 105,80 ($2 \times 2,9\% = 5,8\%$). Op dag 2 stijgt de waarde van de index met 1,9%, dus van 97,10 naar 98,94, en daalt de waarde van de ETP met 3,8% ($2 \times 1,9\% = 3,8\%$), van 105,80 naar 101,78. De shortfactor 2x wordt toegepast op de dagelijkse indexschommelingen, en vervolgens opnieuw toegepast op de bewegingen van de volgende dag, enzovoort. Dit is dus een voorbeeld van een 'compounding' ETP, oftewel een ETP met dagelijkse verrekening. Aan het einde van dag 5 is de waarde van het ETP met 9,48% gestegen, ook al is de index met 5% gedaald. Het rendement van de index op dag 5 mag niet worden vermenigvuldigd met -2 om het rendement van het 2x short-ETP te ramen. Vanwege de mogelijke volatiliteit van elke blootstelling, moeten short- en/of hefboom-ETP's actief worden gevolgd.

Valuta-ETP's

Valutarisico is het risico dat de waarde van een belegging, uitgedrukt in een andere valuta dan de eigen valuta van een belegger, nadelig wordt beïnvloed door de wisselkoers tussen de twee valuta's. Beleggers negeren vaak de impact van valutarisico op hun beleggingen. Het is echter belangrijk te beseffen dat valutarisico een aanzienlijke invloed kan hebben op de waarde van een belegging. In de praktijk wordt elke buitenlandse belegging beïnvloed door wisselkoersschommelingen: van een Spaans huis voor de oude dag tot het bezit van aandelen in een aan de Amerikaanse beurs genoteerd bedrijf.

Zelfs beleggingen op de thuismarkt van een belegger kunnen onderhevig zijn aan wisselkoersschommelingen wanneer die activa in buitenlandse valuta's luiden (zoals grondstoffen die doorgaans in USD worden genoteerd). Beleggers maken zich vaak zorgen over waardedalingen van hun beleggingen, maar houden zelden rekening met de impact van een stijging of daling van de waarde van hun eigen valuta.

Impact van valuta's op aandelenrendementen

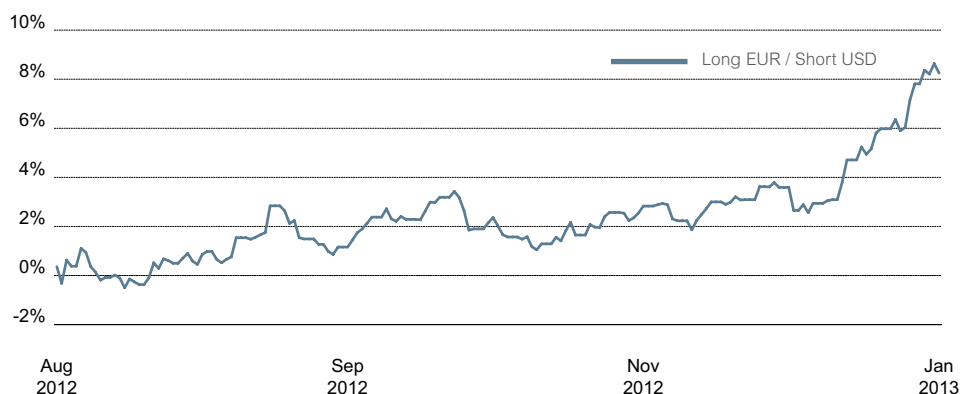
Wisselkoersschommelingen kunnen de winsten van een belegging tenietdoen. Rechts ziet u dat een Europees belegger in Amerikaanse aandelen van juli 2012 tot januari 2013 circa 9,41% winst zou hebben geboekt. Maar over dezelfde periode steeg de euro met 9,86% ten opzichte van de dollar. De valuta-impact heeft de winsten van de aandelen volledig tenietgedaan, waardoor de belegging in totaal een klein verlies genereert.

| | Aandelen VS (MSCI US) | Lokale USD-rendementen | EUR/USD | Valutarendementen (niet-gehedged) | Totaal rendement |
|-------------|-----------------------|------------------------|---------|-----------------------------------|------------------|
| 31 jul 2012 | 3343 | | 1,2304 | | |
| 31 aug | 3419 | 2,25% | 1,2579 | -2,21% | 0,04% |
| 28 sep | 3505 | 2,48% | 1,2860 | -2,21% | 0,27% |
| 31 okt | 3440 | -1,87% | 1,2960 | -0,77% | -2,65% |
| 30 nov | 3459 | 0,55% | 1,2986 | -0,20% | 0,35% |
| 31 dec | 3489 | 0,86% | 1,3193 | -1,58% | -0,72% |
| 31 jan 2013 | 3673 | 5,14% | 1,3579 | -2,88% | 2,26% |
| Totaal | | 9,41% | | -9,86% | -0,45% |

Bron: Bloomberg, MSCI USD (juli 2012 - januari 2013).

Valuta-ETP's kunnen bescherming bieden tegen valutadevaluatie. In het voorbeeld hiernaast had een valuta-ETP een belegger zich kunnen beschermen tegen valutadevaluatie. Met een short-USD-/long-EUR-ETP had de belegger zijn winsten uit de oorspronkelijke belegging kunnen behouden. Van eind juli tot eind januari zou een dergelijke ETP 9,14% hebben gegenereerd.

Valuta-ETP's als vermogenscategorie: EUR/USD-rendementen van augustus 2012 tot januari 2013



Bron: ETF Securities (augustus 2012 - januari 2013).

Rendement genereren met valuta's

Valuta-ETP's kunnen ook worden gebruikt als vermogenscategorie om rendement te genereren. Als belegging kunnen valuta's een aantal voordelen bieden:

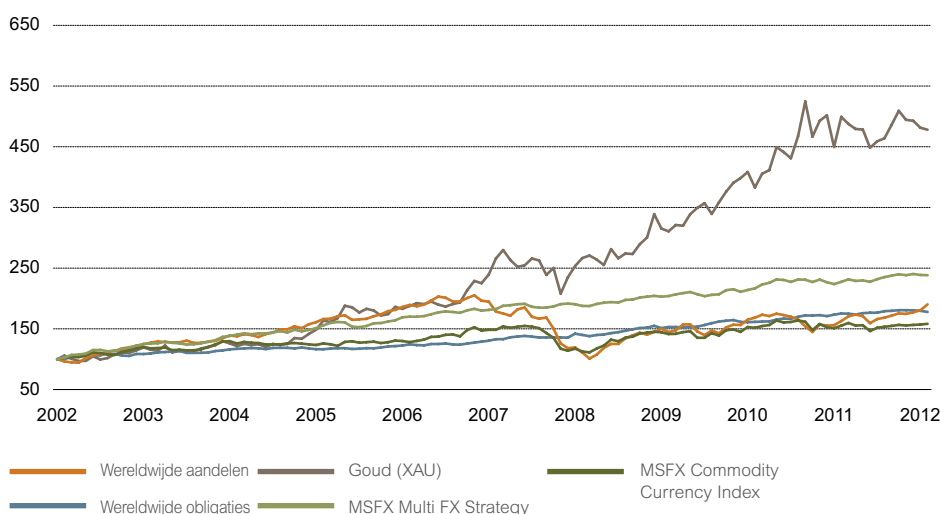
- **Diversificatie:** Valuta's vertonen vaak een lage of zelfs negatieve correlatie met de traditionele vermogenscategorieën. Zo had de wisselkoers EUR/USD in de 10 jaar tot december 2012 een correlatie van 0,47 met wereldwijde aandelen en een correlatie van 0,29 met wereldwijde obligaties. En de wisselkoers USD/JPY had een correlatie van 0,27 met aandelen en van -0,32 met obligaties. Uiteraard zijn deze correlaties in elke periode weer anders. Toch kunnen we in het algemeen stellen dat het toevoegen valuta's aan een portefeuille met traditionele activa diversificatievoordelen kan bieden met het oog op correlatie⁹.
- **Macro-economische factoren:** Valuta's kunnen worden gebruikt om te profiteren van macro-economische omstandigheden. In de afgelopen jaren hadden interventies van centrale banken een sterke impact op de wisselkoersschommelingen.
- **Lage volatiliteit:** De meeste ontwikkelde valutaparen hebben historisch gezien een lagere volatiliteit dan aandelen.⁸
- **Passieve belegging:** Passieve valutabeleggingen, ongeacht of ze zijn gediversifieerd over meerdere valuta's, handelsstijlen of beide, kunnen een nuttig middel vormen om de risico's van valutabeleggingen te beperken en kunnen ook rendement genereren. Over de afgelopen tien jaar heeft een gebruikelijke strategie met meerdere valuta's beter gepresteerd dan aandelen, obligaties en gediversifieerde grondstoffen.

Jaarlijkse volatiliteit voor belangrijkste valutaparen ten opzichte van aandelen

| Vermogenscategorie | Volatiliteit |
|------------------------|--------------|
| Valuta's | |
| EUR/USD | 11,04% |
| GBP/USD | 9,88% |
| AUD/USD | 14,76% |
| Aandelenindices | |
| FTSE 100 | 20,49% |
| S&P 500 | 21,69% |
| MSCI EM | 21,22% |
| Euro STOXX 50 | 25,62% |

Bron: Bloomberg, Annual volatility of daily returns (mei 2008 - mei 2013).

Een vergelijking van indices over een periode van 10 jaar



Bron: Bloomberg, dagelijkse gegevens (2002 - 2012).

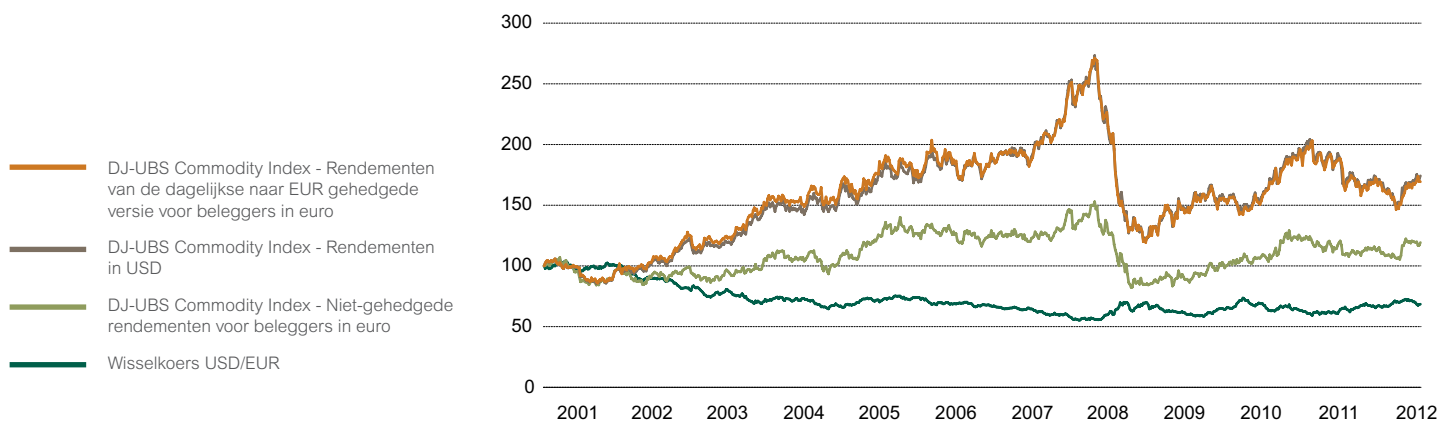
⁸ ETF Securities (juni 2013).

⁹ Correlatiestatistieken zijn gebaseerd op maandelijkse observaties waarbij de MSCI World Index wordt gebruikt als referentie voor wereldwijde aandelen en de Barcap Bonds Composite Global Index wordt gebruikt als referentie voor wereldwijde obligaties.

ETP's met valutahedge

Zoals we hebben gezien, kunnen wisselkoersschommelingen gevolgen hebben voor de rendementen uit beleggingen die in andere valuta's luiden dan de eigen valuta van een belegger. Een goed voorbeeld daarvan zijn beleggingen in grondstoffen, die meestal luiden in USD. Dat betekent dat niet-Amerikaanse beleggers te maken hebben met waardeschommelingen van hun lokale valuta's ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Hoewel dit verschil positief of negatief kan zijn, resulteerde de zwakte van de Amerikaanse dollar ten opzichte van grote valuta's in de afgelopen tien jaar in lagere winsten voor niet-Amerikaanse beleggers.

Rendementen van grondstoffen met versus zonder valutahedge voor een belegger met de euro als basisvaluta



Bron: Bloomberg, dagelijkse gegevens (2001 - 2012).

De DJ-UBS Commodity Index

De DJ-UBS Commodity Index is een benchmark die 22 grondstoffenfutures volgt, die elk zijn gewogen naar economisch belang en marktliquiditeit. De hoofdindex luidt in USD.

Een valutahedge kan worden gebruikt om het effect van wisselkoersschommelingen te temperen. Vroeger waren voor dergelijke strategieën aanzienlijke expertise en een omvangrijke infrastructuur nodig om de valutahedge uit te voeren en te zorgen dat deze steeds exact overeenkomt met de blootstelling aan grondstoffen. Daardoor konden deze strategieën alleen door institutionele beleggers worden geïmplementeerd.

Een ETP met valutahedge biedt echter niet alleen blootstelling aan de onderliggende activa, maar ook een ingebouwde valutahedge om de wisselkoersimpact te matigen. Hierdoor kunnen beleggers zich concentreren op het evalueren van de onderliggende activa op basis van hun kerncijfers, zonder dat zij zich zorgen hoeven te maken over valutarisico.



Er zijn meerdere manieren waarop een ETP een valutahedge kan implementeren. Het makkelijkste is om een index te volgen die zelf een valutahedge heeft. Zo heeft de DJ-UBS-familie van grondstoffenindices een aantal versies met valutahedge. Deze worden berekend door een dagelijkse valutahedge op de hoofdindex toe te passen. Een ETP dat een van deze indices met valutahedge volgt, genereert daarom een rendement dat waarschijnlijk dichterbij de DJ-UBS-hoofdindex in de lokale valuta van de belegger ligt. Andere indexproviders, zoals MSCI, S&P en FTSE, bieden ook versies van indices met valutahedge.

Hoewel ETP's met valutahedge het eenvoudig maken om het valutarisico van een grondstofbelegging te reduceren, moeten beleggers nog steeds nagaan hoe vaak het valutarisico wordt gehedged. Normaal gesproken is dat op dagelijkse of maandelijkse basis. Hoe frequenter de hedging, hoe nauwkeuriger het ETP correleert met de koersschommelingen van de onderliggende benchmark. In de afgelopen zeven jaar was het trackingverschil tussen de dagelijks naar euro gehedgede versie van de DJ-UBS en de in USD luidende hoofdindex veel kleiner dan het maandelijks gehedgede alternatief (vooral in de turbulente valutaomgeving van november 2008).

Zie 'Tracking error en trackingverschil' op pagina 46 voor meer informatie over rendementsverschillen tussen de index en het ETP.

Het trackingverschil van dagelijks versus maandelijks gehedgede grondstoffenindices



— Maandelijks gehedged naar EUR
— Dagelijks gehedged naar EUR

* Verschil tussen de dagelijks en maandelijks naar de EUR gehedgede versies van de DJ-UBS Commodity Index ten opzichte van de niet-gehedgede versie in USD.

Bron: Bloomberg, dagelijkse gegevens (2005 - 2012).

ETP's en andere vehikels

Een ETP is een van de beleggingsvehikels die in Europa wordt gebruikt. Pas als een beleggers inzicht heeft in de verschillen tussen de vehikels, kan hij bepalen welke het beste op zijn behoeften aansluit.

| Exchange Traded Products (ETP's) | Closed-end beleggingsinstelling | Open-End beleggingsinstelling |
|--|--|--|
| <p>(inclusief ETF's, ETC's en ETN's)</p> | <p>Beursgenoteerde bedrijven die geld ophalen door een vast aantal aandelen aan beleggers te verkopen. Dat geld wordt samengevoegd om te beleggen. Het fonds wordt beheerd door een professionele fondsbeheerder.</p> <p>Aangezien zij genoteerd zijn aan een beurs, kunnen zij de hele dag worden verhandeld, net als een ETP of een beursgenoteerd bedrijf. Closed-end beleggingsfondsen hebben een vast aantal aandelen. De waarde van elk aandeel varieert op grond van vraag en aanbod, evenals de onderliggende intrinsieke waarde. Daardoor kan de koers van een closed-end beleggingsfonds afwijken van zijn intrinsieke waarde.</p> | <p>Een vennootschap die is opgericht om geld van beleggers samen te voegen om voor hun rekening te beleggen. Net als closed-end beleggingsfondsen geven open-end beleggingsinstellingen aandelen uit, maar zij verschillen op één belangrijk punt.</p> <p>Bij een open-end beleggingsinstelling kunnen aandelen worden gecreëerd of teruggekocht op basis van vraag of aanbod. Dat betekent dat de waarde van elk aandeel rechtstreeks verband houdt met de intrinsieke waarde van de open-end beleggingsinstelling.</p> |

Vergelijking tussen ETP's, OEIC's en unit trusts

| | ETP | Closed-end beleggingsfonds | Open-end beleggingsfonds (niet-beursgenoteerd) |
|----------------------|---|---|--|
| Juridische structuur | Geeft aandelen of schuldeffecten uit | Geeft aandelen uit | Geeft aandelen uit |
| Open- of closed-end | Open-end | Closed-end | Open-end |
| Koers | Blijft via arbitrage heel dicht bij de intrinsieke waarde | Indirect gekoppeld aan intrinsieke waarde, op vraag gebaseerd | Rechtstreeks gekoppeld aan intrinsieke waarde |
| Bied-laatspread | Bied-laatspread van toepassing | Bied-laatspread van toepassing | Eén koers op bied of laatprijs (swing price) |
| Verhandelbaarheid | Tijdens de markturen tegen genoteerde koersen | Tijdens de markturen tegen genoteerde koersen | Maximaal één keer per dag |
| Toegang | Op de beurs, via brokers | Op de beurs, via brokers | Rechtstreeks met fondsbeheerder |
| Beleggingsmethode | Passief (klein aantal actief) | Actief (klein aantal passief) | Actief of passief |

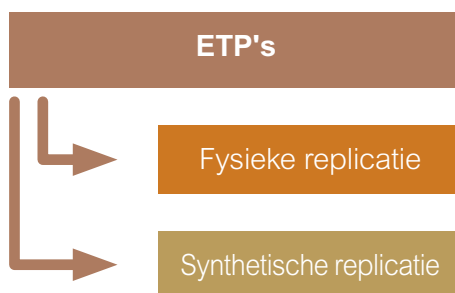
02 ETP-structuur

Voordat een belegger een weloverwogen beleggingsbeslissing kan nemen, is het van belang dat hij inzicht heeft in de verschillende beleggingsvehikels die op de markt beschikbaar zijn en deze bij zijn overwegingen heeft betrokken. In dit hoofdstuk willen wij beleggers informeren over de structuren die momenteel binnen het universum van Exchange Traded-beleggingsvehikels worden gebruikt.

Replicatiemethoden

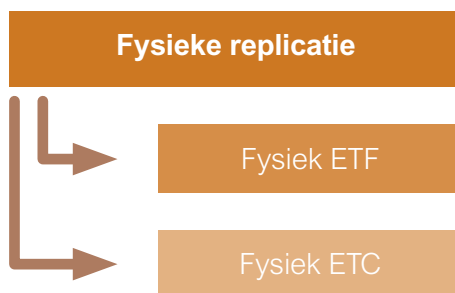
Als passieve beleggingen repliceren ETP's het rendement van een onderliggende benchmark. ETP's kunnen op twee manieren worden gestructureerd om dit te realiseren: fysiek of synthetisch.

Bij het overwegen van een belegging in een ETP, is de structuur een belangrijk punt van overweging. De structuur van een product beïnvloedt de risico's, de kosten en de nauwkeurigheid waarmee de onderliggende waarde wordt gevolgd.



Fysieke replicatie

Bij fysieke replicatie koopt het ETP de onderliggende activa die het moet volgen. Er is een klein verschil in fysieke replicatie bij producten die een benchmark volgen (gewoonlijk ETF's) en producten die een grondstof volgen (gewoonlijk ETC's).



Fysieke ETF's

Een fysiek replicerend ETF bezit ofwel alle, of een representatief deel van de activa waaruit de onderliggende benchmark is opgebouwd. Deze ETF-typen staan bekend als respectievelijk 'volledige replicatie' en 'gedeeltelijke replicatie'.

Volledige replicatie

Alle onderliggende activa worden aangehouden in dezelfde verhouding als hun weging in de gerepliceerde index.

Deze methode wordt gebruikt als de onderliggende activa meteen beschikbaar zijn, redelijk beperkt in aantal zijn en als de index niet te veel verandert (bijvoorbeeld de 50 aandelen die zijn opgenomen in de Euro Stoxx 50, waarvan de samenstelling elk jaar wordt herzien).

Gedeeltelijke replicatie

In plaats van alle activa aan te houden die in een index zitten, houdt het product een selectie aan van de indexcomponenten.

Deze benadering kan worden gebruikt als de benchmark een groot aantal effecten bevat die frequent veranderen (bijvoorbeeld de MSCI World Index, die uit meer dan 1.600 componenten bestaat waarvan er soms meer dan 300 per jaar veranderen) of als bepaalde componenten met een lage liquiditeit kampen.

Een essentieel voordeel van volledige replicatie is dat het product, aangezien het dezelfde activa bevat als de index, deze index heel nauwgezet zou moeten volgen. Het nadeel is echter dat de transactiekosten binnen het fonds fors kunnen oplopen wanneer een groot aantal indexcomponenten vaak wordt aanpast.

Met gedeeltelijke replicatie kunnen de transactiekosten worden beperkt. Doordat de ETP-posities niet gelijk zijn aan die in de index, is het mogelijk dat het rendement van het product niet exact overeenkomt met dat van de index.

Met fysieke replicatie kan er een tegenpartijrisico ontstaan als het fonds de onderliggende effecten uitleent.

Effectenuitlening

Hierbij leent een fondsbeheerder een effect uit het fonds tegen een vergoeding uit. Soms moet de in lener een onderpand verschaffen ter bescherming van zijn verplichtingen onder de lening.

Terwijl de vergoeding voor effectenuitlening de kosten van een ETP kan beperken, is er wel sprake van tegenpartijrisico. De uitgeleende effecten kunnen immers verloren gaan als de lener zijn verplichtingen niet nakomt. In zo'n geval beschikt het product over activa die geen relatie meer hebben met de index die het zou moeten volgen.

Fysieke ETC's

Fysieke ETC's worden gedekt door een specifieke hoeveelheid van de desbetreffende grondstof. Dat is alleen mogelijk als deze grondstof eenvoudig gedurende lange tijd kan worden opgeslagen. Fysieke replicatie is dan ook alleen mogelijk bij edel- en industriële metalen.

De waarde van een fysieke ETC:

| | | | | |
|--------------------|----------|---|----------|---|
| Fysieke ETC | = | Metaalaanspraak | × | Spotprijs |
| | | De hoeveelheid metaal dat fungeert als onderpand voor elk effect. Een metaalaanspraak van 0,1 betekent bijvoorbeeld dat de bewaarder voor elk effect 0,1 ounce metaal in bewaring heeft. | | De koers waartegen het metaal momenteel kan worden gekocht of verkocht. |

Achter een fysieke ETC staat een overeenkomstige hoeveelheid fysiek metaal in een kluis (edelmetalen) of een magazijn (industriële metalen). Dit metaal is gereserveerd voor het product en is gescheiden van de algemene metaalvoorraad die in die kluis of dat magazijn ligt opgeslagen. Er zijn verschillende organisaties die toezicht houden op de handel in industriële en edelmetalen en die deze handel reguleren, zoals de London Bullion Market Association (LBMA), de London Platinum and Palladium Market (LPPM) en de London Metal Exchange (LME). Deze instellingen zorgen voor een gestandaardiseerde markt voor de handel in metalen door de metaalkwaliteit te waarborgen en de opslag te controleren. Edelmetalen worden opgeslagen in kluisen in Londen, Zürich en Singapore; industriële metalen worden opgeslagen in opslagplaatsen die de London Metal Exchange inspecteert.

Het grootste voordeel voor beleggers in fysiek gedekte ETC's is dat zij blootstelling krijgen aan de schommelingen in grondstofprijzen, in de wetenschap dat elk ETC is gedekt door veilig opgeslagen, fysiek metaal van hoogwaardige kwaliteit.

Synthetische replicatie

In tegenstelling tot een fysieke ETP heeft een synthetische ETP de onderliggende activa die het product moet volgen, niet in portefeuille. In plaats daarvan gaat de ETP-emittent een swapovereenkomst aan met een tegenpartij die zich ertoe verbindt het rendement van de onderliggende activa te leveren.

Een ETP-aanbieder kan om een aantal redenen voor een swapstructuur kiezen:

- **Nauwkeurigheid:** Omdat het rendement van een synthetisch ETP door een tegenpartij wordt gegarandeerd, kan het rendement van het onderliggende actief nauwkeurig worden gerepliceerd.
- **Kostenefficiëntie:** Binnen een synthetisch ETP zijn de transactiekosten die te maken hebben met de handel in de onderliggende effecten beperkt.
- **Grondstoffen:** Buiten (edel)metalen is toegang tot grondstoffen alleen op synthetische wijze mogelijk, gezien de beperkte mogelijkheden voor opslag en houdbaarheid.
- **Aanbod:** Synthetische ETP-structuren kunnen producten aanbieden die fysiek niet kunnen worden aangeboden, zoals short- en hefboomproducten, volatiliteitsindices en effecten uit bepaalde opkomende markten.

Als een tegenpartij haar verplichtingen onder de swap niet nakomt, kan het ETP niet het rendement bieden van het actief dat wordt gevolgd, waardoor ook beleggers verliezen kunnen lijden.

Om de impact van wanbetalingen te minimaliseren, worden bij de meeste synthetische ETF's en ETC's gewerkt met onderpand.

Swap

Een overeenkomst waarbij de partijen het rendement van een belegging ruilen voor dat van een andere. Of een van de partijen betaalt een vergoeding voor het rendement op een bepaalde belegging.

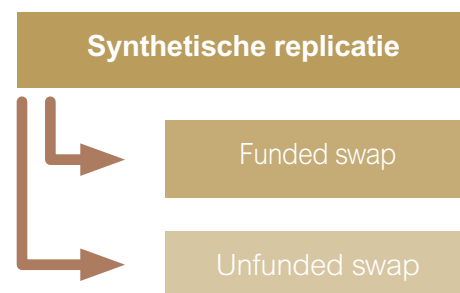
Een ETP stemt bijvoorbeeld in met het betalen van een vergoeding voor de prestaties van de AEX Index. Als de AEX met 1% stijgt, betaalt de tegenpartij dat rendement uit aan het ETP. Maar als de AEX met 1% daalt, betaalt de ETP het verschil aan de tegenpartij.

Onderpand

Over het algemeen de activa die de inlenende partij aanbiedt als garantie voor een schuld.

In de context van ETP's verwijst dit gewoonlijk naar activa die swaproviders aanbieden als garantie voor hun betalingsverplichtingen onder een swapovereenkomst.

Er zijn twee basisvormen van synthetische replicatie, afhankelijk van het type swap dat wordt gebruikt: *funded* of *unfunded*.



Funded swapstructuur

Bij een *funded* swap wordt het geld dat beleggers hebben betaald om het ETP te kopen, overgedragen aan de tegenpartij in de swap (vandaar *funded*). In ruil biedt de tegenpartij voor dat bedrag blootstelling aan de onderliggende benchmark en deponereert bij een externe bewaarder onderpand met een waarde van ten minste dat bedrag. Onder een volledig gedekte swap kan het recht op het onderpand eigendom zijn van de tegenpartij of van het ETP. Dit is afhankelijk van de structuur van het ETP. In beide gevallen heeft het ETP recht op het onderpand wanneer de tegenpartij in gebreke blijft. Het ETP kan het onderpand verkopen om de opbrengst aan de beleggers uit te keren.

Op grond van de ICBE-richtlijnen moet het onderpand dat de swaptegenpartij voor ETF's deponereert, voldoen aan bepaalde vereisten ten aanzien van vermogenstype, liquiditeit en diversificatie. Ook moeten er adequate waardecorrecties worden toegepast om bescherming te bieden tegen het risico van koersfluctuaties. Het niveau van de waardecorrectie hangt af van het vermogenstype, en de wetten van het rechtsgebied waarin het product is geregistreerd. Het onderpand wordt dagelijks gewaardeerd tegen de marktwaarde.

Waarderingscorrectie

Een procentuele vermindering ten opzichte van de marktwaarde van een effect dat als onderpand wordt gebruikt.

Waarderingscorrecties worden opgelegd als buffer ter bescherming van de ETP-emittent voor het geval de marktwaarde van het onderpand daalt.

De werking van een *funded* swap

Hieronder wordt de werking van een *funded* swap geïllustreerd:

| Funded swap | Dag 1 | | Dag 2 | | Dag 3 | |
|------------------|---|-------------|---|-------------|--|--|
| Waarde index | 100 | | 105 | | 105 | |
| Waarde swap | 100 | | 105 | | 105 | |
| | | Vóór | Na | Vóór | Na | |
| Waarde onderpand | 111 | 111 | 117 | 108 | 117 | |
| Uitleg | Uitgangspunt: indexniveau van 100, initiële belegging van 100 en de toegepaste waarderingscorrectie is 10%. De tegenpartij moet 111 onderpand geven ($100/90\% = 111$). | | De index stijgt met 5. Om voldoende onderpand te behouden na de waarderingscorrectie, moet de tegenpartij meer onderpand storten. De tegenpartij moet voldoende onderpand inbrengen om de waarde op te trekken naar 117 ($105/90\% = 117$). | | Hoewel de waarde van de index gelijk is gebleven, is de waarde van het onderpand gedaald. De tegenpartij moet opnieuw extra onderpand storten. | |

Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

Structuur *unfunded* swaps

Repo-overeenkomst

Een overeenkomst waarbij één partij ermee instemt een actief tijdelijk te verkopen en het in de toekomst terug te kopen.

Reverse repo-overeenkomst

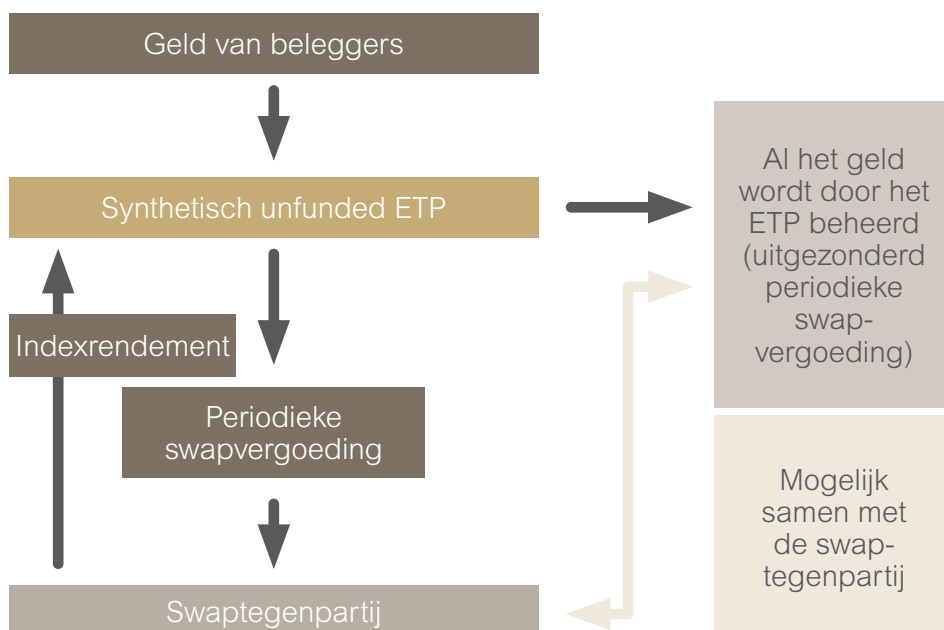
Dezelfde overeenkomst, maar vanuit het perspectief van de partij die het actief koopt en het in de toekomst verkoopt.

Bij een *unfunded* swap wordt het geld dat beleggers hebben betaald om het ETP kopen, niet rechtstreeks overgedragen aan de swaptegenpartij. In plaats daarvan wordt een deel van het geld gebruikt om de swapvergoeding te betalen. De rest van het geld wordt beheerd door de ETP-aanbieder. De wijze waarop het geld wordt beheerd, verschilt per aanbieder:

- **Referentiemandje:** Sommige aanbieders gebruiken het geld om een mandje van effecten te kopen, meestal van de swaptegenpartij, die geen verband houden met de gevolgde index. Het rendement van het mandje wordt vervolgens geruild tegen het rendement van de index die het ETP volgt.
- **Repo-overeenkomst:** Sommige aanbieders beleggen het geld bij de swaptegenpartij in een reverse repo-overeenkomst om rendement te genereren.

Hoe het geld van beleggers ook wordt beheerd, elke blootstelling aan een tegenpartij gaat doorgaans gepaard met een onderpand in een ETF of ETC.

De werking van een *unfunded* swap



ICBE's en ETP's

De Europese richtlijnen voor ICBE's (ook wel UCITS), de 'instellingen voor collectieve belegging in effecten', schrijven een algemeen kader voor ten behoeve van de regulering van collectieve beleggingsprogramma's in de hele Europese Unie. ETP-aanbieders hebben de ICBE-regelgeving omarmd, omdat hiermee eenvoudige en kostenefficiënte distributie mogelijk is over de gehele gefragmenteerde Europese markt via registratie in een EU-land.

De ICBE-richtlijnen vereisen specifieke diversificatiecriteria. Daarom kunnen alleen ETF's hieraan voldoen.

De voordelen van ICBE-producten voor beleggers

Liquiditeit

Als de markten zijn verstoord kan een ICBE-ETF gaan afwijken van zijn intrinsieke waarde, bijvoorbeeld omdat er geen marktmakers bereid zijn om quotes te verstrekken. Als de koers van een ETF aanzienlijk afwijkt van zijn intrinsieke waarde op de beurs, kunnen beleggers die zijn ingeschreven in het aandeelhoudersregister van het ETF, hun aandelen rechtstreeks bij het ETF verkopen. Als een belegger de aandelen via een broker heeft gekocht, moet hij de broker opdragen de aandelen rechtstreeks namens de belegger te verkopen.

Gescheiden activa

De activa van een ICBE-fonds moeten worden toevertrouwd aan een onafhankelijke bewaarder, gescheiden van de activa van die bewaarder en van het bedrijf dat het ETF heeft uitgegeven. Deze activa mogen niet worden opgevoerd op

de balans van de bewaarder of van de emittent van het fonds.

Dat betekent dat er geen beslag kan worden gelegd op de activa van het fonds om schuldeisers van de emittent van het fonds te betalen als deze zijn schulden niet kan betalen.

Diversificatie

Om aan de ICBE-regelgeving te voldoen, moet de index die een ETF volgt, voldoende zijn gediversifieerd. De waarde van een individueel effect mag niet meer zijn dan 20% van de intrinsieke waarde van een fonds. In bepaalde marktsituaties mag deze grenswaarde worden verhoogd naar 35%.

Onderpand

Als een ETF derivaten gebruikt, zoals swaps, moet het ETF op grond van de ICBE-regelgeving het tegenpartijrisico beperken. Afhankelijk van het type tegenpartij mag het blootstellingsbedrag in een derivaatcontract niet meer bedragen dan 5% of 10% van de intrinsieke waarde.

Verder is het fonds op grond van de ICBE-regelgeving verplicht om zijn blootstelling aan een tegenpartij te verminderen als deze zijn verplichtingen onder de derivatencontracten niet nakomt. Eén manier om dat te doen, is door een onderpand te verstrekken. Dat onderpand moet voldoen aan bepaalde minimumeisen. Zo moet het onderpand ten minste dagelijks worden gewaardeerd en mogen activa met een hoge koersvolatiliteit niet worden aanvaard, tenzij er adequate, conservatieve waarderingscorrecties op zijn toegepast.

Openbaarmaking

ICBE-ETF's moeten een aantal documenten publiceren om beleggers te informeren over de aard van het product, zoals (i) het prospectus; (ii) het document met essentiële beleggersinformatie (KIID) en

(iii) de jaar- en halfjaarverslagen.

Het prospectus moet informatie bevatten zoals een beschrijving van de gevolgd index, de trackingmethode en een beschrijving van de factoren die bijdragen aan de prestaties van het ETF. De hoeveelheid informatie die in het prospectus moet staan, varieert per type ETF.

Aangezien prospectussen buitengewoon lange documenten met een zeer hoge informatiedichtheid kunnen zijn, is er het KIID: een duidelijk en beknopt overzicht van de belangrijke feiten over het ETF. Over het algemeen is het KIID niet langer dan twee A4'tjes. Het is echter onvermijdelijk dat in het KIID bepaalde informatie ontbreekt. Beleggers moeten daarom altijd het volledige prospectus lezen.

Ten slotte kunt u in de jaar- en halfjaarverslagen informatie vinden over de beleggingen en de prestaties. Hierin geeft de emittent van het fonds toelichting bij de ontwikkelingen tijdens het boekjaar.

ICBE's, ETC's en ETN's

ETC's en ETN's worden niet uitgegeven als aandelen in fondsen, maar als schuldeffecten. In ICBE-termen zijn dit dan ook geen collectieve beleggingsprogramma's en vallen niet onder de ICBE-richtlijn. Hoewel het zelf beleggingen zijn die niet voldoen aan de ICBE-richtlijn, kunnen zij wel gebruikt worden als belegging door een ICBE-fonds.

03 ETP-risico's

Hopelijk hebt u nu een indruk van de voordelen van ETP's. Maar net als bij alle beleggingen, zijn ook hier risico's aan verbonden. Voordat u in ETP's gaat beleggen, is het van belang te weten welke risico's eraan zijn verbonden.

Algemene ETP-risico's

Marktrisico

ETP's repliceren de koersschommelingen van hun onderliggende benchmark. Hun prestaties worden dus beïnvloed door de volatiliteit van hun onderliggende markten.

Trackingverschil

Door de structuur en de kosten van een ETP is het mogelijk dat de onderliggende waarde niet precies kan worden gevolgd.

Belastingen

Net als de meeste beleggingen worden ETP's normaal gesproken op de een of andere manier belast. Iedere belegger moet zelf onafhankelijk belastingsadvies inwinnen.

Kosten

Alle ETP's maken kosten, hetzij interne kosten (in verband met het product), hetzij externe kosten (handelskosten).

Valuta

Beleggingen met niet-lokale valuta worden beïnvloed door wisselkoersfluctuaties (tenzij het product een valutahedge heeft).

Risico's die samenhangen met fysieke ETF's

Effectenuitlening

Fysieke ETF's die werken met effectenuitlening, kunnen de kosten van het product reduceren. Maar bij effectenuitleningen is er wel sprake van tegenpartijrisico.

Gedeeltelijke replicatie

Fysieke ETF's met gedeeltelijke replicatie kunnen de transactiekosten reduceren, maar volgen de onderliggende waarden mogelijk niet zo nauwkeurig als synthetische of volledig replicerende fysieke ETF's.

Risico's die samenhangen met synthetische ETP's

Tegenpartijrisico

Synthetische ETP's gebruiken swaps om hun onderliggende blootstelling te volgen. Als de tegenpartij in gebreke blijft, wordt het rendement waarschijnlijk niet door de desbetreffende tegenpartij geleverd. Synthetische ETF's en ETC's werken met onderpanden om de impact van dit risico te beperken.

Risico's die samenhangen met ETN's

Kredietrisico

ETN's worden beïnvloed door de kredietrating van hun emittent, omdat zij geen gescheiden activa hebben en meestal ook niet werken met onderpanden.

| | Fysieke ETF's | Synthetisch ETF's | Fysieke ETC's | Synthetisch ETC's | ETN's |
|--------------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|-------|
| Marktrisico | • | • | • | • | • |
| Trackingverschil | • | • | • | • | • |
| Belastingen | • | • | • | • | • |
| Kosten | • | • | • | • | • |
| Valuta | • | • | • | • | • |
| Effectenuitlening | (•) | | | | |
| Gedeeltelijke replicatie | (•) | | | | |
| Wederpartijrisico | (•)* | • | | • | • |
| Kredietrisico | | | | | • |

* Indien effectenuitlening wordt toegepast.

() = indien toegepast.

04 ETP's en belastingen

Veel potentiële beleggers hebben vragen over de fiscale status van ETP's. Aangezien de fiscale situatie voor iedereen anders is, kan er alleen algemene informatie worden gegeven over potentiële belastingverplichtingen die kunnen voortvloeien uit ETP's.

ETF Securities raadt potentiële beleggers sterk aan om pas te gaan beleggen nadat zij gespecialiseerd onafhankelijk beleggings- en belastingadvies hebben ingewonnen.

UK Stamp Duty

Er wordt in het VK een zegelrecht van 0,5% geheven op elektronisch aangekochte aandelen en op bepaalde open-end en closed-end belegginginstellingen.

Voor de meeste ETP's zijn geen Britse zegelrechten verschuldigd als ze op een beurs worden gekocht en niet in het VK zijn gevestigd.

Beleggers in Nederland

Belastbaar inkomen uit sparen en beleggen wordt belast in Box 3. Het werkelijke rendement is niet relevant; de belastingdienst gaat uit van een fictief rendement van 4% en berekent hier 30% vermogensbelasting over. Zonder rekening te houden met het heffingvrije vermogen in Box 3 dient dus 1,2% belasting betaald te worden over het belegd vermogen.

Belastingniveaus

Zoals bij beleggingsinstellingen gebruikelijk is kan er op verschillende niveaus belasting worden ingehouden. De belangrijkste zijn:

- 1) Binnen het ETP kan dividendbelasting worden ingehouden wanneer de onderliggende effecten dividend uitkeren, afhankelijk van de onderliggende effecten;
- 2) Wanneer het ETP zelf dividend uitkeert kan er een belasting ingehouden worden. De juridische vestigingsplaats van het ETP is hierbij van belang.
- 3) Belastingen op het niveau van de individuele belegger. Hierbij is het land waarin de belegger gevestigd is van belang, en daarnaast eventueel de juridische structuur die gebruikt wordt om te beleggen.

05 Handel en koersvorming

Beleggers beoordelen de liquiditeit van een ETP vaak op basis van de volumes die op de beurs worden verhandeld. In feite heeft een ETP twee bronnen van liquiditeit:

1. De op de beurs verhandelde hoeveelheid

2. De liquiditeit van de onderliggende effecten

Dat komt doordat ETP's kunnen worden gecreëerd in ruil voor de onderliggende effecten of in ruil voor cash. ETP's kunnen dus liquiditeit halen uit de onderliggende effecten die worden gevolgd. In tegenstelling tot bij een aandeel wordt de koers niet bepaald door de vraag naar en het aanbod van een vast aantal eenheden, omdat ETP-effecten kunnen worden gecreëerd om aan de vraag tegemoet te komen. In plaats daarvan worden ETP-koersen bepaald op basis van de onderliggende effecten in de index. Via arbitrage wordt ervoor gezorgd dat ETP's de onderliggende index ook gedurende de handelsdag nauwgezet volgen.

Als beleggers inzicht hebben in de wijze waarop ETP's worden gecreëerd en teruggekocht, en in de rol van arbitrageanten, begrijpen zij beter hoe ETP-koersen tot stand komen en hoe zij ETP's het beste kunnen verhandelen.

Creatie en terugkoop

ETP-beleggers kopen en verkopen effecten op de beurs. Dat wordt de secundaire markt genoemd. Er is ook een primaire markt waar AP's (Authorised Participants) rechtstreeks kunnen handelen met de ETP-emittent. Hieronder vindt u meer informatie over dit proces. Alle interacties tussen particuliere beleggers en ETP's vinden echter uitsluitend plaats op de secundaire markt, via de beurs.

Geautoriseerde deelnemer (AP - Authorised Participant)

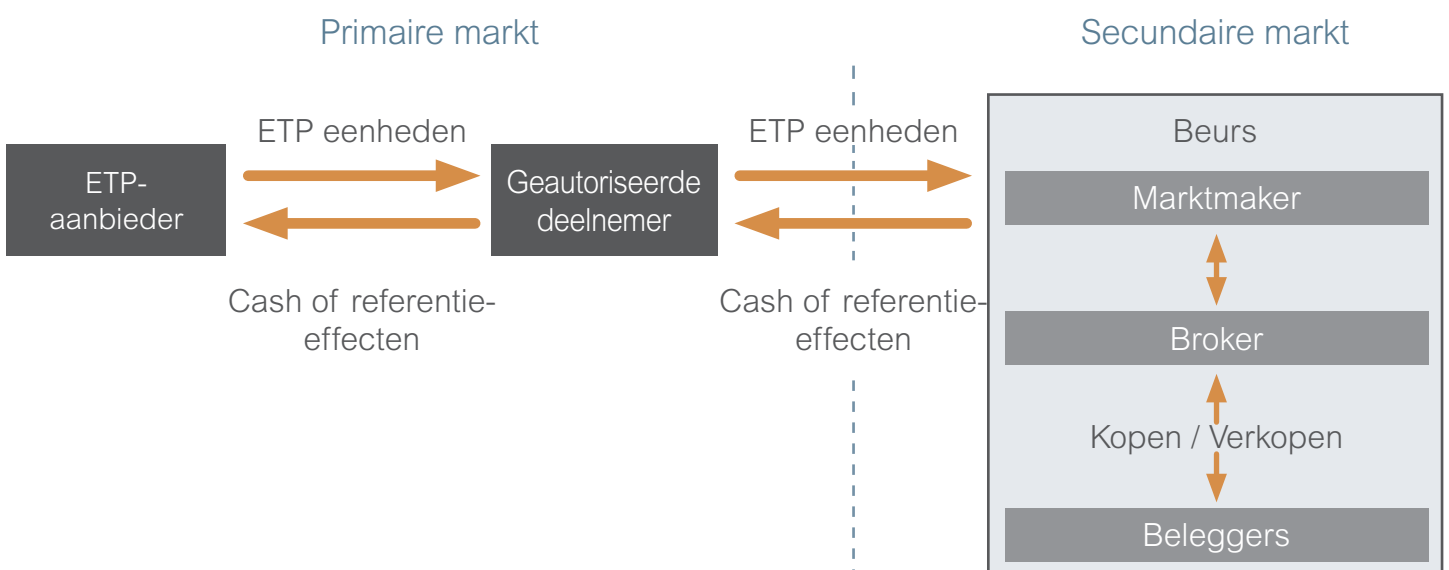
AP's zijn financiële instellingen die de onderliggende effecten kunnen gebruiken om het ETP te creëren. Alleen AP's kunnen ETP's creëren of terugkopen. Dit zijn meestal investeringsbanken of gespecialiseerde marktmakers.

Creatie

Wanneer een AP effecten van de ETP-aanbieder wil kopen ('creëren'), levert hij normaal gesproken de onderliggende referentieeffecten (of het cashequivalent) aan de ETP-aanbieder. In ruil ontvangt de AP de nieuwe ETP-eenheden van de ETP-aanbieder. Met deze transacties zijn normaal gesproken grote aantallen gemoeid (van bijvoorbeeld 50.000 effecten). Als de AP de effecten heeft ontvangen, kan hij deze via de beurs verkopen aan tussenpersonen en beleggers.

Het creatieproces

1. De AP dient bij de ETP-aanbieder een aanvraag in om eenheden te kopen (d.w.z. 'creëren').
2. De AP levert vervolgens de onderliggende referentieeffecten of het cashequivalent aan de ETP-aanbieder (als het ETP bijvoorbeeld de AEX-index volgt, levert de AP de 25 AEX-aandelen volgens hun weging in de index of de cashwaarde van die aandelen).
3. In ruil draagt de ETP-aanbieder dezelfde waarde in ETP-eenheden over aan de AP.
4. De AP verkoopt vervolgens de ETP-eenheden via de beurs aan tussenpersonen en beleggers.



Het terugkoopproces

1. De AP dient bij de ETP-aanbieder een aanvraag in om eenheden terug te geven ('terugkopen').
2. De ETP-aanbieder levert vervolgens de onderliggende referentie-effecten of het cashequivalent aan de AP.
3. In ruil annuleert de ETP-aanbieder dezelfde waarde in ETP-effecten.

Intrinsieke waarde (NAV)

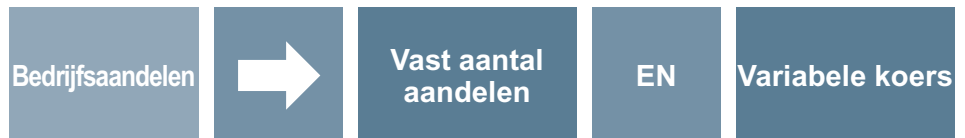
Over het algemeen verwijst de intrinsieke waarde naar de waarde van de bezittingen van een entiteit minus het vreemd vermogen. In de context van ETF's wordt de intrinsieke waarde berekend als de waarde van de door het ETF aangehouden bezittingen (aandelen, obligaties, swaps, cash, enz.) minus verplichtingen (ontstaan uit beheervergoeding, swapvergoeding, enz.). ETC's worden gewaardeerd op basis van hun koers, omdat effecten worden uitgegeven als schuldeffecten en niet als aandelen. Die koers wordt berekend op basis van een formule waarin de onderliggende effecten zijn opgenomen. De koers van een ETC wordt gemakshalve vaak zijn intrinsieke waarde genoemd.

Terugkoop

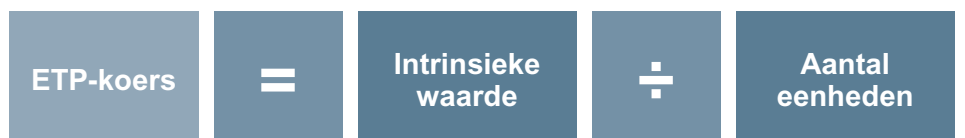
Het terugkoopproces is het tegengestelde van het creatieproces. Als beleggers eenheden in een ETP verkopen, houdt de AP ze aan als 'voorraad', of hij biedt ze voor terugkoop aan aan de ETP-aanbieder. Als de AP besluit om de eenheden voor terugkoop aan te bieden, dient hij een terugkoopaanvraag in bij de ETP-aanbieder. Deze geeft de onderliggende referentie-effecten of het cashequivalent terug in ruil voor de ETP-eenheden, die vervolgens worden geannuleerd.

Koersbepaling en intrinsieke waarde

ETP's kunnen worden gecreëerd en teruggekocht op basis van vraag. Het aantal uitgegeven ETP-eenheden is dus variabel. Dit in tegenstelling tot aandelen van bedrijven. Bedrijven geven een vast aantal aandelen uit, tenzij er een bedrijfsgebeurtenis plaatsvindt waardoor extra aandelen moeten worden uitgegeven. Dit vaste aantal aandelen wordt verhandeld tegen een variabele koers die wordt bepaald door vraag en aanbod. Dit is een belangrijk onderscheid met een ETP, omdat het doel van een ETP is om een onderliggende benchmark of het onderliggende actief te volgen. Als de koers van een ETP zou fluctueren op basis van vraag en aanbod, zou het onderliggende actief niet nauwkeurig kunnen worden gevolgd.



In theorie moet de koers van een ETP worden bepaald door zijn intrinsieke waarde te delen door het aantal eenheden. De intrinsieke waarde fluctueert op basis van de koersbewegingen van de onderliggende index die op hun beurt de koers van elke ETP bepalen.



Fysieke ETC's hebben geen intrinsieke waarde, zoals bij een beleggingsinstelling. In plaats daarvan wordt de koers van een fysiek ETC bepaald door de metaalaanspraak te vermenigvuldigen met de spotprijs van het desbetreffende metaal. De sportkoers fluctueert op basis van vraag en aanbod voor het onderliggende metaal.



Arbitrage

Als een ETP door de werking van vraag en aanbod gaat afwijken van zijn intrinsieke waarde, ontstaat er een arbitragesituatie.

Als ETP-koers > onderliggende effecten

De AP kan de onderliggende effecten kopen en ze inwisselen voor ETP-eenheden. Deze eenheden kunnen vervolgens worden verkocht aan tussenpersonen en beleggers. Aangezien de ETP-eenheden meer waard zijn dan de onderliggende effecten maakt de AP winst.

Als ETP-koers < onderliggende effecten

De AP kan ETP-eenheden kopen en die inwisselen voor de onderliggende effecten. Deze effecten kunnen vervolgens worden verkocht aan tussenpersonen en beleggers. Aangezien de onderliggende effecten meer waard zijn dan de ETP-eenheden maakt de AP winst.

Bij ETP's is het mogelijk om in het creatie- en terugkoopproces arbitrage toe te passen. De AP kan de arbitrage voortzetten tot er geen koersverschil is tussen het ETP en de onderliggende effecten, en wanneer het arbitrageproces niet meer winstgevend is. Dat zorgt ervoor dat ETP's slechts kortstondig zullen afwijken van hun intrinsieke waarde.

Arbitrage

Het kopen of verkopen van een actief om van een koersverschil te profiteren.

Stel dat een brood in Amsterdam € 2 kost, maar in Utrecht € 1. Het kost 50 cent om het brood van Utrecht naar Amsterdam te vervoeren. Dit biedt de mogelijkheid om brood in Utrecht te kopen en het in Amsterdam met winst te verkopen.

Het arbitrageproces

Stel dat een fysiek FTSE 100-ETP wordt verhandeld voor € 20 en dat de onderliggende effecten die het ETP vormen, € 25 waard zijn. De AP kan het ETP op de beurs kopen en het vervolgens teruggeven in ruil voor de onderliggende aandelen. Door ze te verkopen maakt de AP een winst van € 5. Als hij het ETP koopt en de onderliggende activa verkoopt, wordt het koersverschil tussen beide kleiner. Uiteindelijk convergeren de koersen en is arbitrage niet langer winstgevend. Via dit proces heeft de AP het ETP teruggebracht naar zijn intrinsieke waarde.

Liquiditeit

Aangezien ETP's kunnen profiteren van de liquiditeit van hun onderliggende activa, kunnen grote transacties worden uitgevoerd zonder dat dit hoge kosten met zich meebrengt. Het gemiddelde dagelijkse volume van alle aan de LSE genoteerde ETP's die de FTSE 100 volgen, bedraagt bijvoorbeeld ongeveer £ 50 miljoen. Als we alleen naar dat bedrag kijken, zou een belegger kunnen concluderen dat de liquiditeit in deze producten beperkt is. De beschikbare liquiditeit voor FTSE 100-ETP's is in feite echter veel groter, aangezien het gemiddelde dagelijks volume van FTSE 100-aandelen meer dan £ 3,75 miljard bedraagt. Het ETP-volume vertegenwoordigt slechts 1,3% van het volume aan onderliggende aandelen.

Beleggers die een belegging in ETP's overwegen, moeten dus eerder kijken naar de liquiditeit van de onderliggende effecten als maatstaf voor de liquiditeit van een ETP en in mindere mate naar de op de beurs verhandelde volumes.

Toelichting ETP-liquiditeit

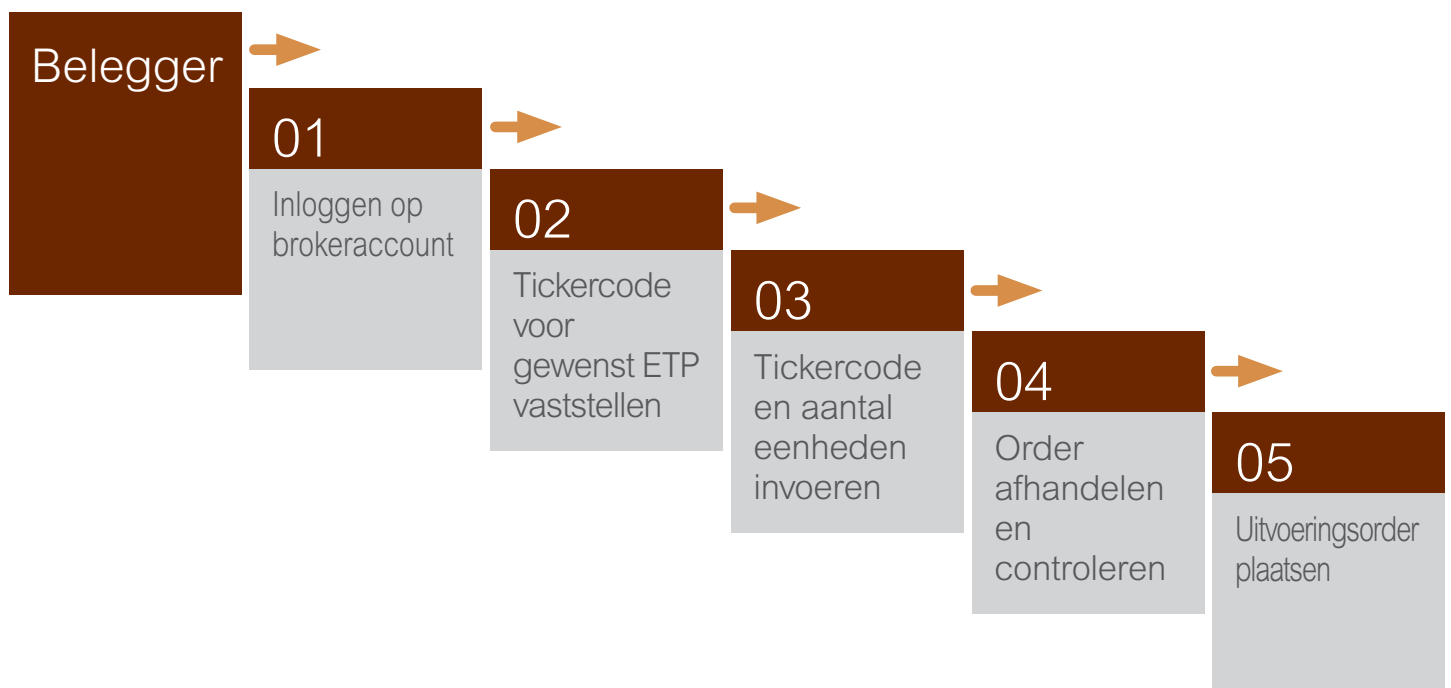
| | FTSE 100-ETP's | FTSE 100-aandelen | ETP-volume als % van de onderliggende effecten |
|----------------------|----------------|-------------------|--|
| Dagelijks volume (£) | 49.317.790 | 3.782.304.887 | 1,3% |

Bron: Bloomberg, dagelijks gemiddelde volume, einde van de maand (maart 2013).

Ordertypen

ETP's kunnen op dezelfde manier als bedrijfsaandelen op een beurs worden gekocht en verkocht. Ze kunnen worden verhandeld via een onlineplatform of via een broker. Dat betekent dat een belegger in enkele muisklikken grondstofdiversificatie kan toevoegen via een ETC of in één transactie blootstelling aan een hele benchmark kan verkrijgen via een ETF.

Een ETP kopen



Uitvoeringskosten

Omdat ETP's op de beurs worden verhandeld, moeten beleggers rekening houden met de uitvoeringskosten van de order. Dat is het verschil tussen de beste koers waartegen een actief had kunnen worden verhandeld en de werkelijk verkregen koers.

Een beurs gebruikt een orderboek om de beste bied- en laatkoers te registreren voor alle marketmakers die in een bepaald effect handelen. In het onderstaand hypothetisch orderboek toont de kolom 'Laatkoers' de koersen waartegen een ETP kan worden gekocht. 'Volume' is het aantal eenheden dat op de markt beschikbaar is, en 'Aantal orders' is het aantal marketmakers dat effecten verkoopt tegen elke laatkoers. Om dit concept te illustreren, laten wij u hieronder een hypothetisch orderboek zien. Wij gaan daarbij uit van een belegger die 3.000 ETP-effecten wil kopen:

Een hypothetisch orderboek

| Laatkoers (€) | Volume | Volgorde | Totaal |
|---------------|--------|----------|--------|
| 10,83 | 2.000 | 1 | 2.000 |
| 15,50 | 180 | 1 | 2.180 |
| 16,30 | 100 | 1 | 2.280 |
| 17,25 | 120 | 1 | 2.400 |
| 20 | 160 | 1 | 2.560 |
| 21,10 | 1.000 | 1 | 3.560 |

Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

De gemiddelde koers van een ETP berekenen

| Laatkoers (€) | | Gekochte eenheden | = | Volgorde kosten (€) |
|-------------------------------|---|-----------------------------|---|---------------------|
| 10,83 | x | 2.000 | = | 21.660 |
| 15,50 | x | 180 | = | 2.790 |
| 16,30 | x | 100 | = | 1.630 |
| 17,25 | x | 120 | = | 2.070 |
| 20 | x | 160 | = | 3.200 |
| 21,10 | x | 440 | = | 9.284 |
| Totaal | | | | 40.634 |
| Totale orderkosten (€) | | 40.634 | | |
| Totaal ordervolume | | 3.000 | | |
| Gemiddelde koers (€) | | $40.634 \div 3.000 = 13,54$ | | |

De order van een belegger wordt uitgevoerd door eerst de goedkoopste effecten te kopen en daarna de duurdere. Als de belegger in dit voorbeeld de order voor 3.000 effecten van het ETP onmiddellijk wil uitvoeren, koopt hij eerst de 2.000 effecten die op de markt beschikbaar zijn tegen de laagste laatkoers van € 10,83. De rest van de order wordt uitgevoerd door de 180 effecten te kopen die beschikbaar zijn tegen de op één na beste laatkoers van € 15,50 en zo verder met steeds duurdere effecten. Het proces gaat door tot de volledige order van 3.000 effecten is uitgevoerd. Hoewel er 1.000 effecten van het ETP beschikbaar zijn tegen € 21,10, hoeven er slechts 440 tegen deze koers te worden gekocht.

De gemiddelde koers per ETP is de som van elke laatkoers vermenigvuldigd met het aantal tegen die koers gekochte effecten en gedeeld door het totale ordervolume (3.000). Zoals uitgelegd in de tabel links zou de totale order van 3.000 effecten zijn uitgevoerd tegen een gemiddelde koers van € 13,54, terwijl de beste koers € 10,83 is. De belegger heeft een aanzienlijke premie betaald voor het effect wat ten koste gaat van de verwachte winst. Dit noemen we uitvoeringskosten of "slippage".

Potentiële beleggers kunnen zich tegen te hoge uitvoeringskosten beschermen door andere ordertypen te gebruiken.

Ordertypen

Er zijn vier belangrijke ordertypen:

- Bestens order
- Limiet order
- Stop-loss order
- Stop-limiet order

| Bestens order | Voordelen | Nadelen | Vaak gebruikt wanneer... |
|--|-------------------------------|--|---|
| Order onmiddellijk uitvoeren tegen beste koers | Wordt onmiddellijk uitgevoerd | Geen gegarandeerde koers en risico op hoge uitvoeringskosten | Het belangrijker is om de transactie snel uit te voeren dan een specifieke koers te behalen |

Marktorders worden onmiddellijk uitgevoerd, maar zijn mogelijk onderhevig aan hoge uitvoeringskosten. Hiernaast vindt u een voorbeeld van een markt order.

| Limietorder | Voordelen | Nadelen | Vaak gebruikt wanneer... |
|---|--|--|--|
| Order alleen uitvoeren tegen een opgegeven koers of beter | Order alleen uitvoeren tegen een bepaalde koers die de belegger acceptabel vindt | Als die koers niet wordt bereikt, wordt de order niet uitgevoerd | Het doel is een order tegen een bepaalde koers uit te voeren |

Als een belegger een order tegen een specifieke koers wil uitvoeren, wordt vaak een limiet order gebruikt. Limiet orders kunnen na een vooraf opgegeven tijd worden geannuleerd, gewoonlijk aan het einde van de dag, maar er kan ook worden opgegeven dat ze voor een langere periode geldig blijven. Limiet orders kunnen worden gewijzigd of geannuleerd als zij nog niet zijn uitgevoerd. Andere ordertypen zijn onder meer:

| Stop-lossorder | Voordelen | Nadelen | Vaak gebruikt wanneer... |
|---|--|--|--|
| Order als marktorder uitvoeren zodra een opgegeven stopkoers is bereikt | Meer kans op een transactie dan bij een limietorder, wanneer een transactiekoers dicht bij de opgegeven koers ligt | Licht risico op uitvoeringsverlies (koers kan veranderen nadat order is gestart) | Het doel is winst te beschermen of verlies te beperken |

| Stop-limiet order | Voordelen | Nadelen | Vaak gebruikt wanneer... |
|--|---|---|--|
| Een limiet order starten zodra de opgegeven stopkoers is bereikt (stel zowel een stop- als een limietkoers in) | Maximale uitvoeringsbescherming om de gewenste koers te behalen | De koers moet twee vooraf ingestelde limieten bereiken voordat er een transactie is | Het doel is winst te beschermen of verlies te beperken |

06 Kosten en rendement

Kosten zijn een van de belangrijkste factoren om rekening mee te houden als men een belegging doet. Rendement is moeilijk te voorspellen; voor kosten is dit niet het geval.

Jammer genoeg zijn ETP-kosten niet altijd even inzichtelijk. Het meest vermelde kostencijfer is de totalekostenratio (TER - Total Expense Ratio), maar die is vaak onvolledig en kan voorbijgaan aan een aantal interne en externe kosten, waaronder transactiekosten, swapspreads en biedlaatspreads op de beurs.

In deze gids trachten wij de meest voorkomende componenten toe te lichten die bijdragen aan de totale eigendomskosten van een ETP, verdeeld over interne kosten (in verband met het product) en externe kosten (handelskosten).

Interne kosten

Er zijn drie factoren die bijdragen aan de interne kosten van een ETP:

- de totalekostenratio (TER - Total Expense Ratio)
- eventuele herbalanceringskosten
- eventuele swapspread

Totalekostenratio (TER - Total Expense Ratio)

De totalekostenratio (TER) is de jaarlijkse kostprijs voor het beheren van het product, uitgedrukt als percentage. De kosten die in de TER zijn opgenomen, kunnen per aanbieder variëren, maar omvatten gewoonlijk de volgende elementen:

Beheerskostenratio

Administratieve kosten

Indexlicentievergoeding

Opslagkosten (voor fysieke ETC's)

Herbalanceringskosten

De kosten die fysieke ETF's maken als zij effecten kopen en verkopen.

Als de onderliggende index zijn componenten wijzigt, moet het ETF dat ook doen. De transactiekosten hangen af van de mate en de frequentie waarin de index zijn componenten aanpast: hoe meer en hoe vaker, hoe hoger de herbalanceringskosten.

Swapspread

De vergoeding die de aanbieder van de synthetische ETP aan de swaptegenpartijen betaalt voor de swapovereenkomsten.

De swapvergoeding is een kwestie van onderhandelen tussen de aanbieder en de tegenpartij. Hier spelen diverse commerciële factoren mee, zoals de kosten die de tegenpartij maakt om haar swapblootstelling te hedgen, de kosten van het onderpand, de kredietrating en de eigen winstmarge. Over het algemeen gaan blootstellingen die exotischer of minder liquide zijn, gepaard met duurdere swapspreads.

Market Markers

Market makers zijn bedrijven die de markt liquiditeit bieden door bied- en laatkoersen te publiceren. Zij maken winst door een effect tegen een lagere koers te kopen dan de koers waarvoor het is verkocht of, omgekeerd, door een effect tegen een hogere koers te verkopen dan de koers waarvoor het effect is gekocht.

Voor ETP 1 kan een marketmaker bijvoorbeeld een laatkoers opgeven van € 100 en een biedkoers van € 99. Als u uw aandelen in ETP 1 verkoopt voor € 99, kan de marketmaker deze aan een andere koper doorverkopen voor € 100. Dat levert hem € 1 winst op.

Creatie- en terugkoopkosten

De vergoeding die de ETP-aanbieder in rekening brengt om aandelen te creëren of terug te kopen.

Market maker-spread

Marketmakers proberen niet te profiteren van koersschommelingen. Wat voor de meeste beleggers een beleggingsdoelstelling is, is voor marketmakers eigenlijk een risico. In plaats daarvan proberen zij tegelijkertijd te kopen en te verkopen. Dat is niet altijd mogelijk. Daarom willen marketmakers zich tegen koersschommelingen indekken. De kosten daarvan noemen we de market maker-spread. Deze worden aan de belegger doorberekend.

Onderliggende spread

De kosten om de onderliggende activa te kopen, die ook bied-laatspreads hebben, en die nodig zijn om fysieke ETP's te creëren. Deze kosten zijn hoger voor illiquide activa dan voor liquide activa.

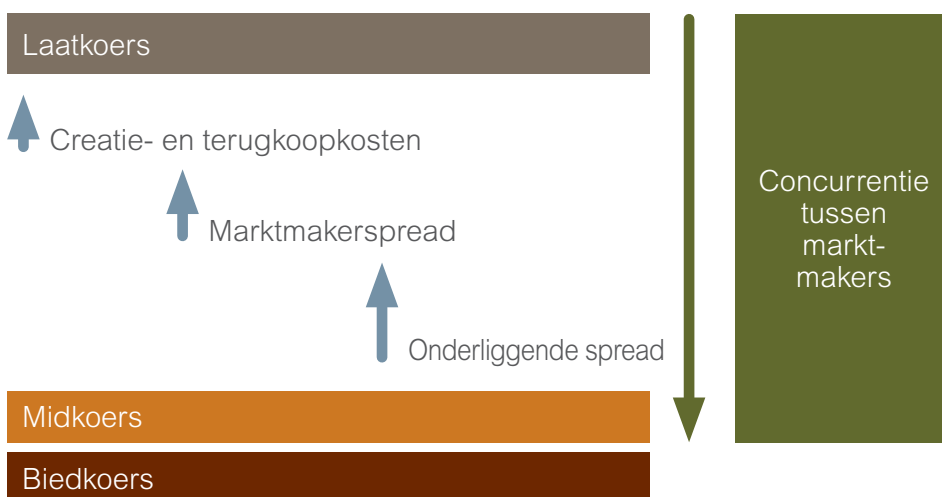
Externe kosten

Bied-laatspread

Net als bij de handel in effecten op de beurst is er een spread tussen de prijzen waartegen een ETP kan worden gekocht of verkocht.

| Biedkoers | Laatkoers | Bied-laatspread |
|--|--|--|
| De koers waartegen een koper bereid is om een effect te kopen. | De koers waartegen een verkoper bereid is om een effect te verkopen. | Het verschil tussen de bied- en laatkoers. |

Bied- en laatprijzen worden afgegeven door market makers die ervoor zorgen dat er altijd een koers is waartegen een effect kan worden gekocht en verkocht. Market makers concurreren met elkaar door te proberen de meest concurrerende koersen te bieden. In geval van een ETP is de bied-laatspread opgebouwd uit creatie- en terugkoopkosten, de marketmakersspread en de onderliggende spread.



Indien een van deze drie kosten stijgt, verbreedt de market maker de bied-laatspread om verliezen te voorkomen.

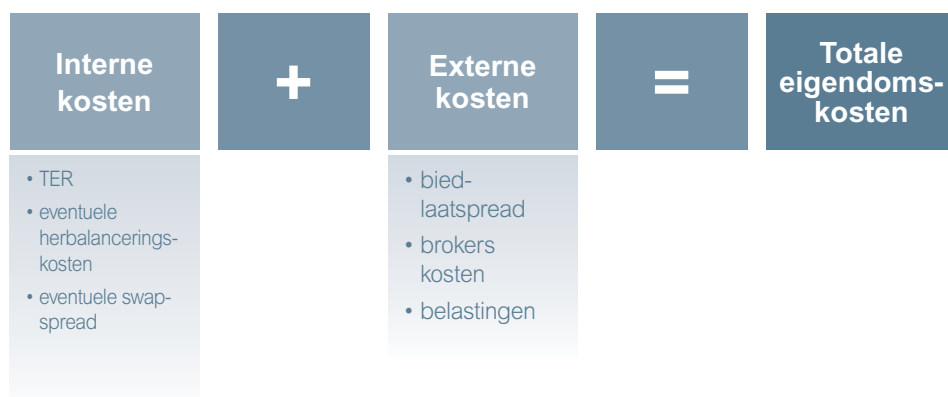
Hoe meer market makers bied-laatspreads voor een ETP bieden, hoe krappere de ze doorgaans worden. ETP's met meer market makers worden doorgaans verhandeld tegen koersen die dichter liggen bij die van de onderliggende activa die zij volgen. Dat betekent dat de belegger minder betaalt om het product te kopen en meer geld ontvangt bij verkoop.

Brokers kosten

Kosten die de belegger aan een broker betaalt om een ETP te kopen of te verkopen.

Belastingen

De belasting die wordt geheven, verschilt per ETP en hangt af van het product zelf, het rechtsgebied waarin het is gevestigd en de situatie van de individuele belegger. Wij adviseren beleggers om contact op te nemen met belastingexperts in hun eigen rechtsgebied om zich te informeren over de belastingen die voor hen gelden.



Kosten die niet in de TER zijn opgenomen

De TER van een product is slechts één aspect van de totale eigendomskosten ervan. Helaas kan het woord 'Total' in 'Total Expense Ratio' misleidend zijn: een lagere TER garandeert namelijk niet noodzakelijk de goedkoopste belegging.

In het volgende vereenvoudigde voorbeeld heeft ETP 1 een TER die 15 basispunten (0.15%) lager is. Maar als we alle eigendomskosten beschouwen, kom je bij ETP 1 uit op kosten die 9 basispunten hoger zijn. Een belegger moet zich niet laten misleiden door de neiging om een ETP uitsluitend te beoordelen op basis van de TER en moet ook naar de andere ETP-kosten kijken.

| | TER (bp) | Swapsreads (bp) | Effectenuitlening (bp) | Bied-laatspread (bp) | Totale kosten (bp) |
|-------|----------|-----------------|------------------------|----------------------|--------------------|
| ETP 1 | 25 | 15 | -5 | 10 | 45 |
| ETP 2 | 40 | 5 | -15 | 6 | 36 |

Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

Tracking error

De volatiliteit van het rendementsverschil tussen een product en zijn benchmark.

Tracking error wordt berekend als de standaarddeviatie van de rendementen van een product ten opzichte van zijn benchmark. Dit cijfer laat zien hoe consistent het ETP zijn benchmark heeft gerepliceerd.

Trackingverschil

Het verschil tussen het rendement van een product en dat van zijn benchmark over een bepaalde periode.

Het trackingverschil wordt berekend op basis van het verschil tussen het rendement van een benchmark en het rendement van het ETP dat deze benchmark volgt. Dit cijfer laat de omvang van een underperformance zien. Vanwege vergoedingen is er altijd een zeker trackingverschil.

Een trackingverschil is meestal negatief. Dat betekent dat het ETP achterblijft op zijn benchmark. Gedeeltelijke replicatie en inkomsten uit effectenuitlening kunnen er echter allebei voor zorgen dat fysieke ETF's een positief trackingverschil hebben. Dat betekent dat het ETF beter heeft gepresteerd dan zijn benchmark.

Tracking

Zowel de interne kosten als de replicatiemethode kunnen invloed hebben op de wijze waarop het product de onderliggende benchmark volgt. Zelfs als het product zijn onderliggende benchmark perfect volgt, presteert het vanwege de interne kosten nog steeds onder zijn benchmark (zie pagina 43).

De twee meest gebruikte methoden om te bepalen hoe goed een ETP zijn benchmark volgt, zijn tracking error en trackingverschil.

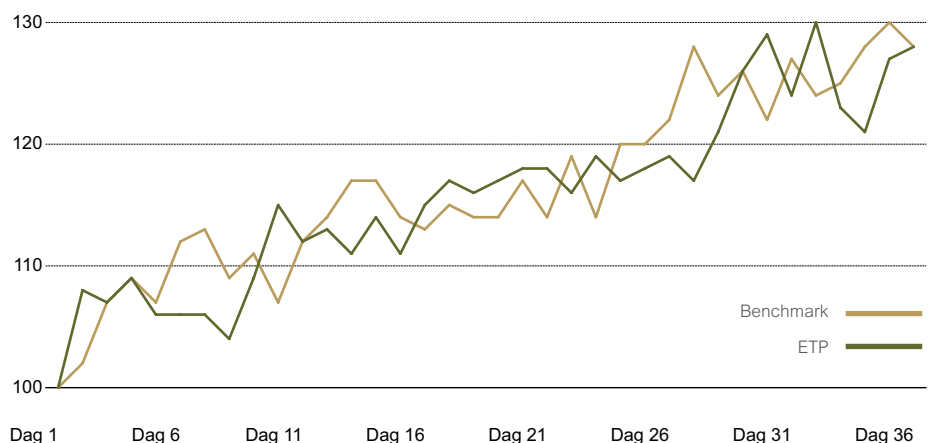
Tracking error en trackingverschil

In het hypothetische voorbeeld hieronder wordt de volatiliteit van het rendementsverschil tussen de benchmark en het product weergegeven. Als we meten tussen dag 1 en dag 36 is er geen trackingverschil, aangezien zowel de benchmark als het product over deze periode hetzelfde rendement laten zien. Maar als wij de rendementen over een andere periode meten, bijvoorbeeld over 20 dagen in plaats van 36, zien we wel een trackingverschil.

Trackingverschillen variëren normaal gesproken in de tijd en zijn derhalve gevoelig voor de gekozen tijdshorizon. De tracking error is niet noodzakelijkerwijs van invloed op de omvang van het trackingverschil over een bepaalde periode.

Terwijl het trackingverschil eenvoudig kan worden berekend, is de tracking error veel complexer. Er worden veel verschillende methoden gebruikt om tracking error te berekenen.

Berekening van de tracking error van een ETP



Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

Er kunnen inconsistenties in tracking error ontstaan door:

- de frequentie van de gebruikte gegevens (dagelijks, wekelijks, maandelijks)
- de periode (één jaar, drie jaar, vijf jaar)
- afrondingskwesties
- problemen in verband met vrije dagen

Momenteel is er geen gestandaardiseerde methode voor het berekenen van tracking error. Dat betekent dat de cijfers die ETP-providers presenteren, mogelijk niet onderling kunnen worden vergeleken.

Oorzaken van tracking error en trackingverschil

Kosten vormen een van de grootste bronnen van trackingverschil. Aangezien de totale aanhoudkosten zowel vaste (TER) als variabele elementen (bied-laatspreads) omvatten, kunnen deze kosten bijdragen aan het absolute verschil tussen het rendement van een product en dat van zijn benchmark (trackingverschil). Er zijn echter ook oorzaken van tracking error en trackingverschil die niet door kosten worden veroorzaakt.

| Kostenfactoren die de tracking beïnvloeden | Niet-kostenfactoren die de tracking beïnvloeden |
|--|---|
| TER | Herbelegging van dividenden |
| Herbalanceringskosten | Bronbelastingen |
| Swapsread | Gedeeltelijke replicatie |
| Belastingen | Effectenuitlening |

Herbelegging van dividenden

Voor fysieke ETP's die aandelenbenchmarks volgen, kan het verschil in aannamen over dividendherbeleggingen van de benchmark en het product gevolgen hebben voor de tracking.

Sommige indices gaan uit van onmiddellijke herbelegging van dividendopbrengsten op de ex-dividenddatum, maar een product moet wachten tot het dividend daadwerkelijk is ontvangen voordat het kan worden herbelegd. Gedurende deze periode is er dus een verschil in rendement van het ETP en zijn benchmark.

Bronbelastingen

Belastingen op dividenden of op rente-uitkeringen van een belegging in een onderliggende index kunnen de tracking beïnvloeden.

Deze belastingen worden weliswaar meegenomen in de berekening van de meeste indices maar deze zijn mogelijk niet van toepassing op alle beleggers. Raadpleeg een onafhankelijk financieel adviseur om te bepalen hoe belastingen uw belegging beïnvloeden.

Gedeeltelijke replicatie

Fysieke ETP's die gebruikmaken van gedeeltelijke replicatie om hun benchmark te volgen, hebben doorgaans een grotere tracking error en een groter trackingverschil dan volledig replicerende of synthetische ETP's, omdat hun componenten niet exact overeenkomen met die van de benchmark.

Effectenuitlening

Inkomsten uit effectenuitlening kunnen de kosten van een ETP verminderen en in bepaalde gevallen de interne kosten van het product volledig tenietdoen.

Zie pagina 24 voor uitgebreide uitleg over effectenuitlening.

Hoe goed presteren ETP's?

| | FTSE 100 | Dax 30 | S&P 500 | MSCI Emerging Markets | Goud (fysiek) |
|------------------|----------|--------|---------|-----------------------|---------------------|
| Tracking error | 0,06% | 0,04% | 0,04% | 0,57% | 0,00% ¹⁰ |
| Trackingverschil | 0,46% | 0,23% | 0,02% | 0,95% | 0,40% |

Bron: Morningstar, On the Right Track: Measuring Tracking Efficiency in ETFs (februari 2013); ETF Securities (februari 2013)

De tabel laat zien dat de trackingnauwkeurigheid verschilt per vermogenscategorie. Beleggers moeten hun verwachtingen aanpassen op basis van de onderliggende activa. Een trackingverschil van 1% zou bijvoorbeeld niet goed zijn voor aandelen-ETF's uit ontwikkelde landen, maar wel aanvaardbaar voor producten uit opkomende markten.

Tracking error of trackingverschil?

Beleggers vragen vaak wat belangrijker is: tracking error of trackingverschil? Het antwoord hangt af van het doel van de belegging. Voor beleggingen die rendement genereren, is het trackingverschil een belangrijker gegeven, omdat bij deze beleggingen wordt gestreefd naar een maximaal rendement en minimale kosten. Voor beleggingen voor hedgingdoeleinden is de tracking error echter een belangrijker gegeven, omdat bij deze beleggingen de trackingnauwkeurigheid belangrijker is dan het algehele rendement. Langetermijnbeleggers zijn misschien meer bezig met het trackingverschil, terwijl beleggers die willen profiteren van kortetermijnfluctuaties, meer zijn geïnteresseerd in tracking error.

¹⁰ De tracking error op jaarbasis voor een fysieke goud-ETC bedroeg 0,00024% van juli 2010 tot september 2012.

Indices

Er zijn twee hoofdtypen aandelenindices.

Totaalrendementindex (TR)

Een totaalrendementindex (TR - Total Return Index) is een index waarin cashuitkeringen uit de onderliggende activa worden herbelegd.

Bijvoorbeeld de AEX Total Return Index (Bloombergcode: AEXNR).

Er zijn ook totaalrendementindices voor obligaties en grondstoffen, die een klein beetje anders worden berekend.

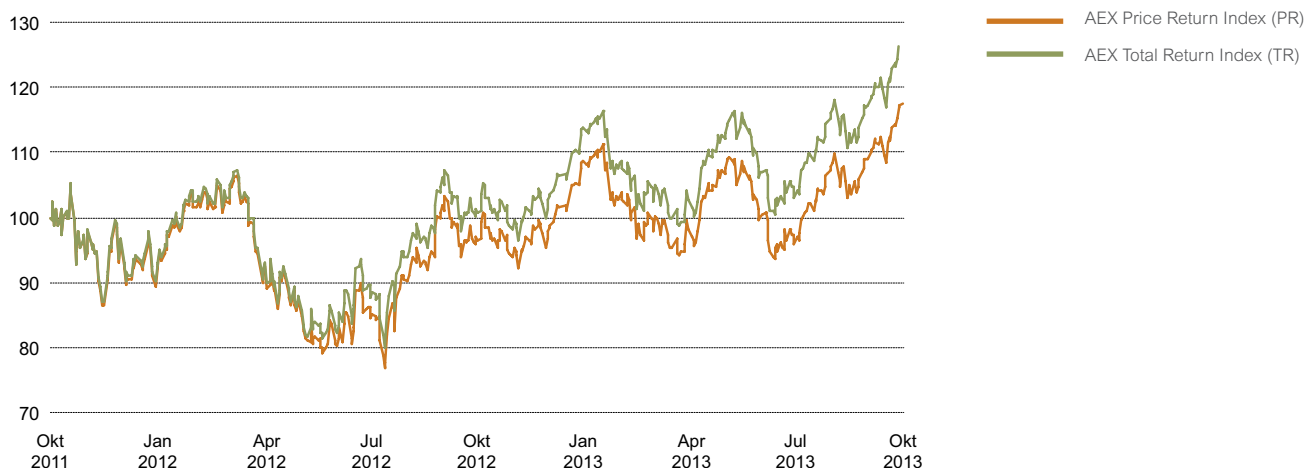
Zie pagina 53 voor een voorbeeld van een totaalrendementindex voor grondstoffen.

Koersrendementindex (PR)

Een koersrendementindex (PR - Price Return Index) is een index die alleen de prijschommelingen van de onderliggende activa volgt en de cashuitkeringen niet herbelegt.

Bijvoorbeeld de FTSE 100 Price Return Index (Bloombergcode: UKX).

AEX Total Return Index (TR) versus AEX Price Return Index (PR) van oktober 2011 tot oktober 2013



Bron: Bloomberg (oktober 2011 - oktober 2013).

Dat onderscheid is belangrijk, want als er cashdividenden worden uitbetaald, dalen de koersrendementindices, maar worden de totaalrendementindices hierdoor niet beïnvloed. Als een aantal AEX-bedrijven op een bepaalde dag dividenden uitkeren, zou de AEX Price Return Index dalen, maar zou de AEXNR hierdoor niet worden beïnvloed. Daardoor heeft de AEXNR over de afgelopen drie jaar meer dan 11,7% beter gepresteerd dan de AEX.¹¹ Aangezien de media bijna uitsluitend koersrendementindices vermelden, kan dat verwarring veroorzaken bij beleggers die hebben belegd in een ETP dat een totaalrendementindex volgt. Potentiële beleggers dienen zich dan ook ervan bewust te zijn welke indexversie door een bepaald ETP wordt gevolgd.

¹¹ Bloomberg (april 2013).

Futures (contracten)

Een overeenkomst waarbij de ene partij een actief koopt en de andere partij het actief verkoopt op een toekomstige datum tegen een vooraf afgesproken prijs.

Termijncontracten zijn gestandaardiseerd in die zin dat ze een bedrag en een kwaliteit vermelden van het actief waarop het contract betrekking heeft. Zo zijn 5.000 bushels van de kwaliteit 'Soft Red Winter Nr. 1' standaardvereisten voor tarwefutures op de New York Mercantile Exchange. Hierdoor kan eenvoudig een liquide markt ontstaan, omdat kopers en verkopers precies weten wat ze kunnen verwachten.

Futures hebben verschillende looptijden (momenten waarop de grondstof moet worden geleverd), variërend van 1 maand tot meer dan 3 jaar.

Futures, contango en backwardation

Een van de grootste vermogenscategorieën die ETP's beschikbaar maken voor een breder beleggerspubliek, zijn grondstoffen. Buiten de (edel)metalen kunnen deze niet fysiek worden verhandeld, omdat de opslag ervan moeilijk en duur is. Landbouwproducten en vee kunnen bijvoorbeeld slechts voor zeer beperkte tijd worden aangehouden en olie is explosief. Daarom hebben beleggers die blootstelling aan grondstoffen wilden zonder in de fysieke grondstof zelf te handelen, in het verleden gebruikgemaakt van termijncontracten. Als in de media grondstofprijzen worden genoemd, publiceren zij dus de frontmonth-futuresprijzen (de futures met de kortste looptijd).

Daardoor volgen ETC's die niet-metaalgrondstoffen volgen, gewoonlijk futuresindices. Er zijn echter enkele kosten, inherent aan het belegd blijven in futures, waarvan beleggers zich bewust moeten zijn als ze een ETP kopen dat hun rendement volgt, vooral in verband met de impact van contango en backwardation.

Futures

De prijs van een future is gebaseerd op de spotprijs van de onderliggende activa en de bijkomende opslagkosten ('costs of carry'), die hierna worden uitgelegd. In plaats van de future te kopen, kan de belegger de grondstof kopen en die gedurende de termijn van de future opslaan. Een belegger die binnen drie maanden 1.000 vaten olie wil ontvangen, kan nu de daarvoor bedoelde futures kopen, maar hij kan ook 1.000 vaten olie kopen en deze gedurende drie maanden opslaan.

Het onmiddellijk aankopen van grondstoffen voor toekomstig gebruik brengt echter extra kosten met zich mee: rente, opslag en verzekeringen. Deze kosten die samenhangen met de opslag, worden 'costs of carry' genoemd.



Futuresindices

In tegenstelling tot futures, die een beperkte looptijd hebben, zijn futuresindices opgebouwd om een permanente blootstelling aan een grondstoffenfuture met een bepaalde looptijd te simuleren.

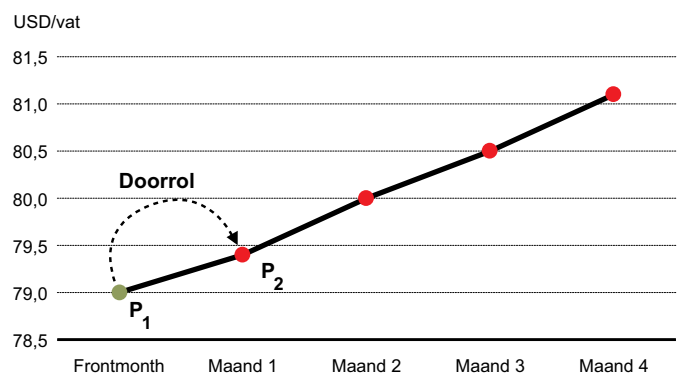
Doorrolpbrengst

Futures worden doorgaans vlak voor de afloop van de contracttermijn verkocht waarna nieuwe, later aflopende contracten worden gekocht om te vermijden dat de desbetreffende grondstof daadwerkelijk moet worden geleverd. Dit proces wordt 'doorrollen' genoemd. Dit proces zorgt ervoor dat een permanente blootstelling aan de grondstof wordt behouden.

De gekochte contracten kunnen duurder zijn dan de verkochte, waardoor een belegger in grondstoffenfutures extra verlies kan lijden. Deze marktcondens noemen we 'contango' en het prijsverschil wordt gewoonlijk 'doorrolpbrengst' genoemd. Als de doorrolpbrengst is opgenomen in de berekening van de waarde van de index, heeft dat een negatieve impact op de waarde van de index.

Stel dat een belegger 100 frontmonth-oliefutures heeft die binnenkort aflopen. De futures moeten dan worden doorgerold. Volgens de grafiek rechts kunnen ze worden verkocht voor USD 79, wat USD 7900 oplevert. Dat geld wordt dan belegd in futures die een maand later aflopen (M2-futures), die USD 79,4 kosten. Met de USD 7900 kunnen slechts 99 M2-oliefutures worden gekocht. Dat maakt dat de belegger door het doorrollen 1% van zijn belegging heeft verloren.

Oliefuturescurve in contango



Bron: ETF Securities, Bloomberg (per 30 juli 2010).

Huidige futuresprijs

<

Nieuwe futuresprijs

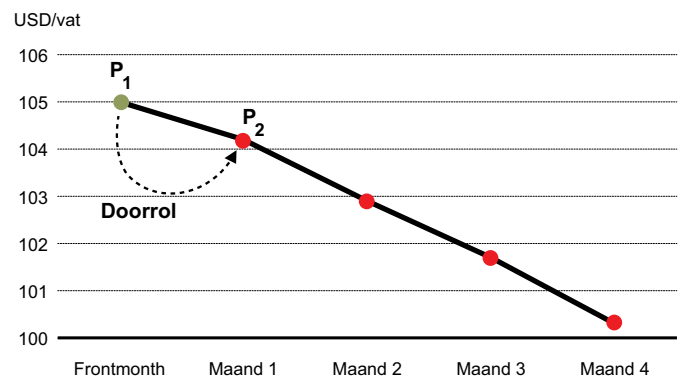
=

Contango

De nieuwe future is duurder dan het ontvangen bedrag voor de verkoop van de oude future. Dit resulteert in een verlies voor de belegger.

Omgekeerd kunnen de gekochte contracten ook goedkoper zijn dan de verkochte, wat een extra winst oplevert. Dit noemen we 'backwardation'. Futures doorrollen terwijl de markt in backwardation is, levert een belegger winst op. Dat komt doordat de huidige futures kunnen worden verkocht tegen een hogere prijs dan de prijs van de nieuwe futures.

Oliefuturescurve in backwardation



Bron: ETF Securities, Bloomberg (per 30 juli 2010).

Huidige futuresprijs

>

Nieuwe futuresprijs

=

Backwardation

De huidige futures kunnen worden verkocht tegen een hogere prijs dan de kostprijs van de nieuwe futures. Dat resulteert in een winst voor de belegger.

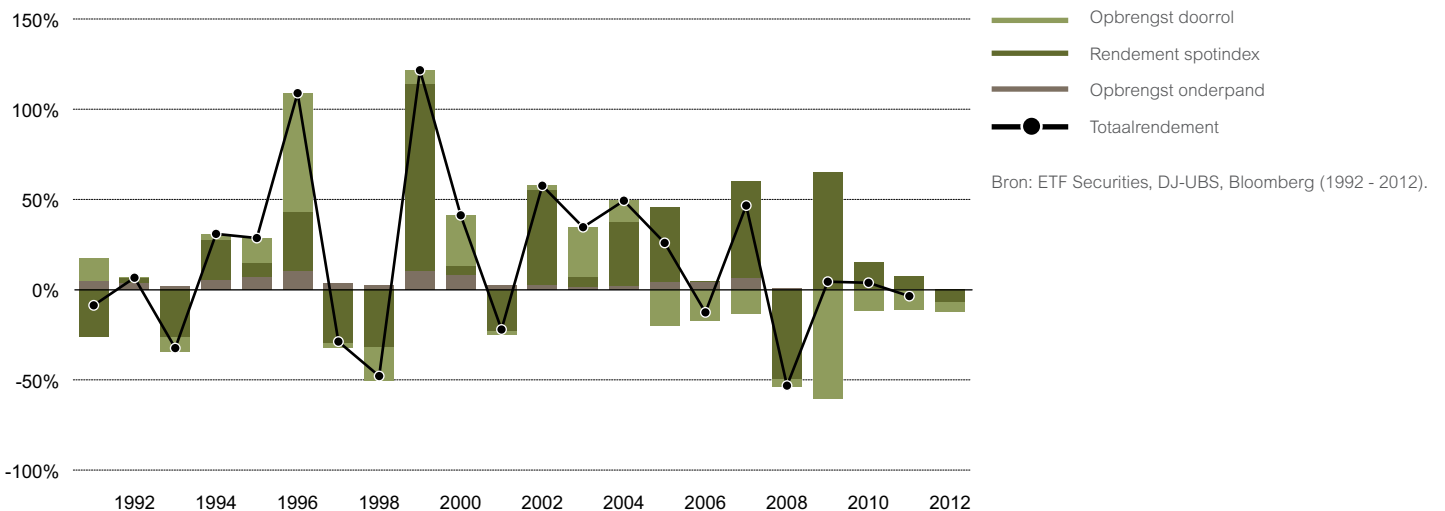
Opbrengst onderpand

Met een futures contract komt het grootste deel van het geld dat moet worden betaald voor levering van een grondstof, niet onmiddellijk in handen van de andere partij. Futuresindices veronderstellen daarentegen dat de hele contractwaarde vooruit wordt betaald. Dat zou echter betekenen dat een belegger in een futuresindex de rente zou verliezen op cash die met futurescontracten is verdiend. Daarom is in de indexberekening een opbrengst uit onderpand opgenomen om zo de blootstelling aan doorrollende futures beter te simuleren.

Een futuresindex bestaat dus uit drie elementen: het rendement van de spotindex, het doorrolrendement en de opbrengst uit onderpanden. Een grondstoffenindex waarin deze drie elementen zijn opgenomen, is een totaalrendementindex.



Samenstelling van rendementen - DJ-UBS Crude Oil jaarlijks rendement van 1991 tot 2012



Er zijn ook ETP's die koersrendementindices volgen. Dat zijn indices waaruit de component opbrengsten uit onderpand is weglaten.



De impact van contango en backwardation

Voor de ETC's die futuresindices volgen, is het rendement van een ETC op ongeveer dezelfde manier samengesteld, namelijk op basis van deze drie elementen: spotrendement, doorrolopbrengst en opbrengsten uit onderpand. Zoals blijkt uit de grafiek op pagina 53, is de doorrolopbrengst de belangrijkste reden waarom een grondstof-ETC niet overeenkomt met het spotrendement. De doorrolopbrengst is op zijn beurt weer afhankelijk van het gegeven of de futuresmarkt in contango of in backwardation is. De omvang van de impact van deze marktkenmerken op de ETC-rendementen moet niet worden onderschat. Zo steeg in 2009 de spotprijs van ruwe olie met meer dan 50%, maar als gevolg van contango werden vrijwel alle winsten weer tenietgedaan.

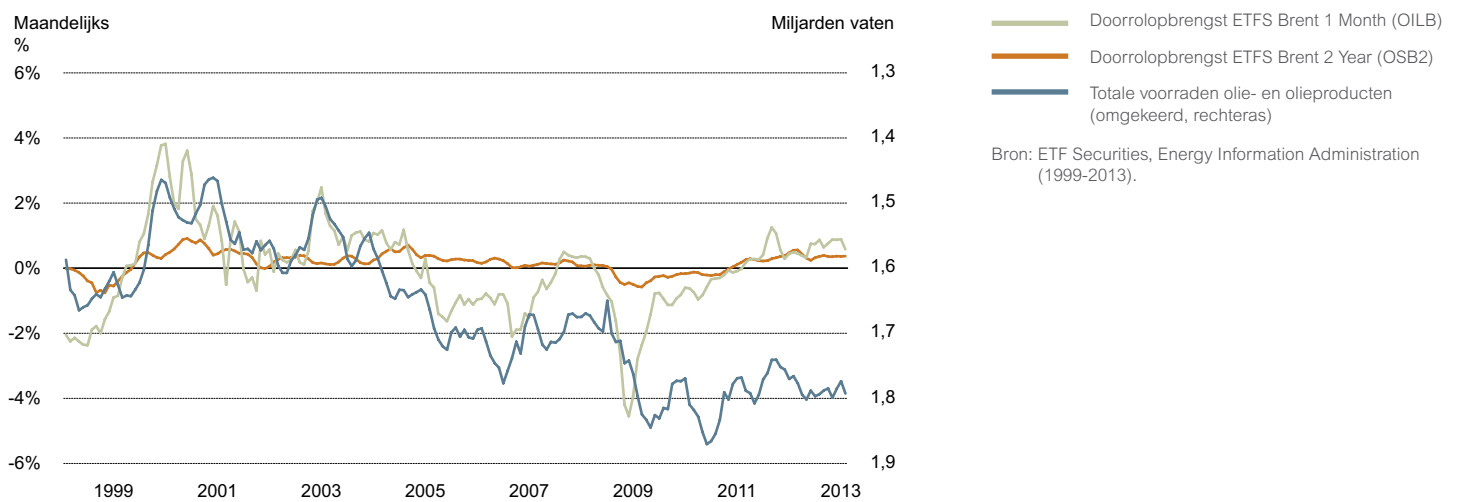
ETC's kunnen futuresindices volgen die blootstelling simuleren aan zowel kort- als langlopende futures. Eén manier om de effecten van contango en backwardation te beperken, is het beleggen in deze contracten met een langere looptijd. ETC's die kortlopende futuresindices volgen, moeten vaker futures doorrollen dan ETC's die langlopende futures volgen. Dit biedt de belegger op korte termijn meer blootstelling aan prijsschommelingen en aan het verloop van de futurescurve. De prijs van langerlopende futures wordt doorgaans gestuurd door meer structurele overwegingen ten aanzien van vraag en aanbod. In de grafiek hiernaast zien we dat de doorrolopbrengst dichterbij 0 zit voor het ETP dat de langerlopende futuresindex volgt. ETP's die kortlopende futuresindices volgen, kunnen veel meer variabiliteit in de doorrolopbrengst vertonen.

| Kortetermijnfactoren | Langetermijnfactoren |
|--|--|
| Directe zorgen over vraag en aanbod, beïnvloed door: <ul style="list-style-type: none"> • natuurrampen • infrastructuur • huidige voorraden | Structurele zorgen over vraag en aanbod, beïnvloed door: <ul style="list-style-type: none"> • vraag in opkomende markten • omvang grondstoffenreserves |

Een belegger kan proberen om in bepaalde gevallen de impact van contango en backwardation te beperken of ervan te profiteren. Om het aantal situaties waarin een future moet worden doorgerold te beperken, en daarmee de spotprijs mogelijk nauwkeuriger te volgen, kan een ETP een langerlopende future volgen. Denk eraan dat als de futurescurve in backwardation is, een ETC-belegger met een longpositie kan profiteren van een positieve doorrolopbrengst. Er zijn ETC's die indices volgen die de looptijd van de futures dynamisch aanpassen om de doorrolopbrengst te optimaliseren. Het effect van deze strategieën is echter onzeker, doordat er niet veel gegevens beschikbaar zijn om hun prestaties in te schatten.

Contango en backwardation van 1-maands- en 2-jaars-Brent versus Amerikaanse olievoorraden

(Voortschrijdend gemiddeld rendement over 3 maanden, maart 1998 - mei 2011)



Uiteindelijk moeten beleggers overwegen welke beleggingsdoelstellingen zij nastreven. Als een belegger wil profiteren van tijdelijke onevenwichtigheden in vraag en aanbod, kan hij een ETP overwegen dat een index van kortlopende futures volgt. Als een belegger wil proberen te profiteren van structurele discrepanties, kan hij een langerlopend ETP overwegen.

07 Actieve en passieve beleggingen

Bij het kiezen van een belegging zijn er twee belangrijke strategieën die een belegger in overweging zou moeten nemen: actief beheer en passief beheer. Hier bekijken we de factoren waarmee een belegger rekening moet houden als hij een keuze maakt tussen actief en passief beheerde producten.

Het rendement van actieve beleggingsfondsen

Een actieve beheerder heeft het doel rendementen te genereren die een bepaalde benchmark overtreffen. Een beheerder kan perioden doormaken waarin zijn beleggingsstrategie tegenvalt en hij slechter presteert dan de benchmark. Voorstanders van actief beleggen beweren echter dat beheerders in staat zijn hun benchmark gedurende langere perioden te overtreffen.

In onderstaande tabel vindt u gegevens over actief beheerde fondsen die toegankelijk zijn voor Britse beleggers en die zich richten op enkele brede beleggingscategorieën: Aandelen uit het VK, wereldwijde aandelen en aandelen uit opkomende markten, en daarnaast obligaties die luiden in GBP, EUR en USD. Vervolgens worden hun prestaties over 5, 10 en 15 jaar vergeleken met die van de benchmark die in het prospectus van het desbetreffende fonds is opgegeven.

Het rendement van actieve beleggingsfondsen versus hun benchmarks

| Aandelenfondsen | Verenigd Koninkrijk | Wereldwijd | Opkomende markten |
|-----------------|---------------------|------------|-------------------|
| 15 jaar | 73 / -0,22 | 93 / -1,55 | 79 / 2,47 |
| 10 jaar | 74 / -0,18 | 84 / -0,95 | 89 / -1,99 |
| 5 jaar | 77 / -0,54 | 86 / -1,47 | 86 / -1,78 |

In elke cel wordt weergegeven: fondsen die de gegeven periode zijn gestart, maar ondermaats presteerden of buiten de steekproef zijn gevallen (%) / rendementsverschil met de benchmark voor het overlevende mediaanfonds (%)

| Vastrentende fondsen | GBP gediversifieerd | EUR gediversifieerd | USD gediversifieerd |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 15 jaar | 90 / -0,63 | 100 / -1,21 | 100 / -1,20 |
| 10 jaar | 94 / -0,97 | 100 / -0,98 | 98 / -0,85 |
| 5 jaar | 90 / -0,75 | 94 / -0,82 | 92 / -1,31 |

Bron: Vanguard, The case for index fund investing for UK investors (oktober 2012).

De kosten van actieve fondsen

De meeste actieve fondsen kunnen niet consistent beter presteren dan hun benchmark. Daarom zijn passieve producten een aantrekkelijk alternatief. Dat kan met een eenvoudig voorbeeld worden aangetoond: stel dat € 10.000 wordt belegd in zowel een actief fonds als een ETP, die geen van beide rendement genereren. Het actieve fonds brengt 2% kosten in rekening en het ETP slechts 0,5%. In onderstaande tabel laten we zien hoeveel geld er over verschillende perioden zou overblijven:

| | 1 jaar | 3 jaar | 5 jaar | 10 jaar | 20 jaar |
|--------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|
| Actief fonds (2% kosten) | € 9.800 | € 9.411,92 | € 9.039,21 | € 8.170,73 | € 6.676,08 |
| ETP (0,5% kosten) | € 9.950 | € 9.850,75 | € 9.752,49 | € 9.511,10 | € 9.046,10 |

Bron: ETF Securities, hypothetisch voorbeeld.

Over een periode van twintig jaar heeft het actief beheerde fonds bijna € 2.500 meer gekost dan het ETP. Dit is een extreem voorbeeld, maar ook bij kortere perioden zijn de besparingen aanzienlijk.

In onderstaande tabel worden de gemiddelde totalekostenratio's weergegeven voor actief beheerde fondsen en ETP's met dezelfde vermogenscategorieën. Gemiddeld brengen ETP's lagere vergoedingen in rekening dan actief beheerde fondsen. In maart 2013 betaalden beleggers in het VK gemiddeld 90 basispunten meer voor een actief beheerd Brits aandelenfonds dan voor een ETP. Het verschil wordt zelfs nog duidelijker als we naar nichevermogenscategorieën kijken. Fondsen voor aandelen uit opkomende markten zijn gemiddeld 110 basispunten duurder dan een overeenkomstig ETP. De gegevens laten dus zien dat ETP's over het algemeen goedkoper zijn dan actief beheerde fondsen.

| Sector | Actief | ETP |
|---------------------------------|--------|-------|
| Britse aandelen | 1,23% | 0,33% |
| Wereldwijde aandelen | 1,18% | 0,45% |
| Aandelen opkomende markten | 1,74% | 0,64% |
| Gediversifieerde GBP-obligaties | 0,68% | 0,20% |
| Gediversifieerde EUR-obligaties | 0,94% | 0,21% |
| Gediversifieerde USD-obligaties | 0,92% | 0,23% |

Bron: ETF Securities (maart 2013).

De risico's van passief beleggen

Aan passief beheer zijn specifieke risico's verbonden.

Concentratie binnen de index

Beleggen in een passief indexfonds biedt het voordeel van het bezitten van een breed gamma aan activa. Indices bieden echter niet altijd garantie op diversificatie: zij kunnen met name geconcentreerd raken in één sector. In juli 2007, op het hoogtepunt van de opleving vóór de crisis, bestond de FTSE 100 voor 24,5% uit de sector financiële dienstverlening. In de twee jaar daarna kromp deze sector tot 12,5% van de FTSE, verloor de sector £ 30 miljard aan marktkapitalisatie en droeg de sector voor 48% bij aan de daling van de FTSE over deze periode.

Een uiterst actieve beheerder had zijn verliezen wellicht kunnen beperken door zijn blootstelling aan de sector financiële dienstverlening te reduceren op een manier die niet is weggelegd voor een passieve belegger. Daar staat echter tegenover dat bij de meeste indexen de blootstelling aan één sector of één bedrijf is gemaximaliseerd, om zo dergelijke risico's te reduceren.

Onnauwkeurige tracking

ETP's trachten indices zo nauwkeurig mogelijk te repliceren, maar zij doen dat niet perfect. In de praktijk is er vrijwel altijd sprake van een trackingverschil tussen de benchmark en het product. Voor de meeste liquide markten zijn deze verschillen echter beperkt: zo bedraagt het gemiddelde trackingverschil voor DAX-ETP's sinds 2010 slechts 0,19% (zie pagina 48). Maar bij individuele ETP's kan het trackingverschil veel groter zijn, vooral in minder liquide marktsegmenten. Een ETP dat aanzienlijk bij zijn benchmark achterblijft, genereert mogelijk minder rendement dan een actief fonds.

Actieve en passieve beleggingen combineren

ETP's kunnen gebruikt worden als bouwstenen in een beleggingsportefeuille. Uiteindelijk kunnen beleggers profiteren door actieve en passieve beleggingen in één portefeuille te combineren. Als passieve fondsen worden opgenomen in de kern van een portefeuille, helpt dat om de algemene kosten van de portefeuille te beperken. Aanvullende posities, de zogeheten satellieten, maken gebruik van actieve fondsen om toekomstprojecties te integreren en presteren mogelijk beter dan de markt. Deze kern-satellietmethode voor het samenstellen van portefeuilles is een flexibele beleggingsbenadering die is bedoeld om het beste te halen uit zowel actieve als passieve strategieën.

08 De toekomst van ETP's

Hoewel er eerdere prototypen bestonden, wordt de beursnotering van de SPDR S&P 500 (SPY) aan de NYSE op 22 januari 1993 gezien als het begin van de ETP-sector.

Europa volgde op de voet met de notering van de Euro STOXX 50 aan de Frankfurt Stock Exchange in 2001.

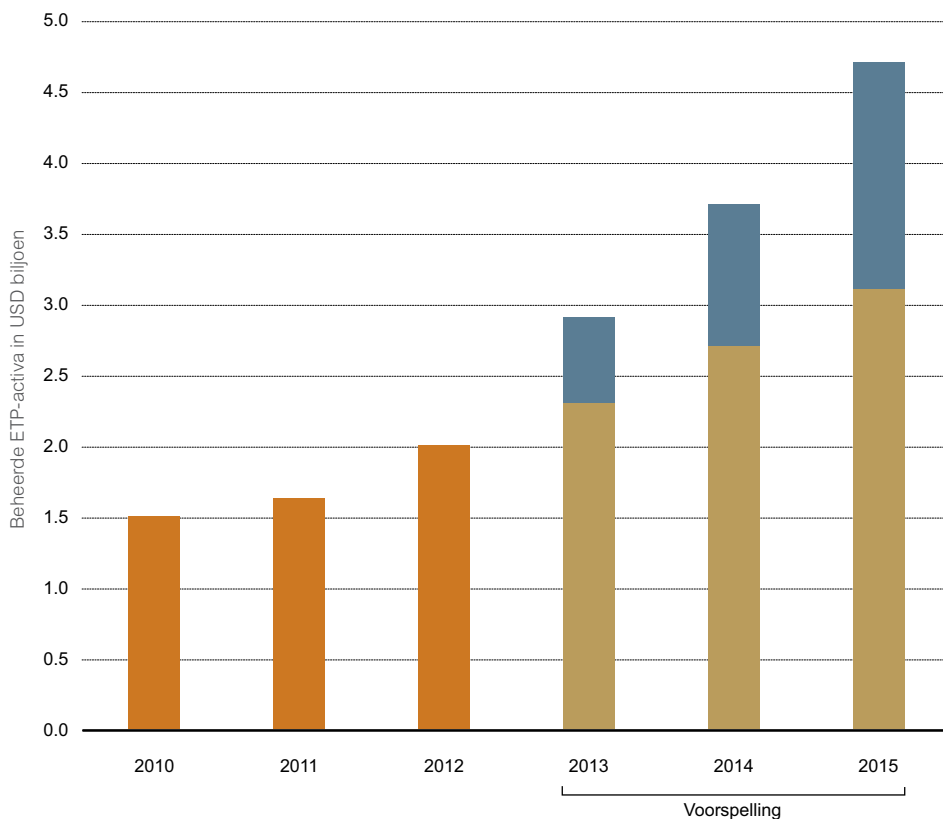
Sindsdien heeft de sector zich fors ontwikkeld. SPY heeft nu circa USD 155 miljard¹² aan beheerd vermogen en de sector als geheel is meer dan USD 2 biljoen waard.¹³

ETP-groei

De ETP-markt is blijven groeien en aanbieders zijn blijven komen met productinnovaties. In het begin waren ETP's beperkt tot long-only-aandelenproducten, maar inmiddels zijn ETP's uitgebreid naar diverse exotische sectoren. In de sectoren opkomende markten, vastrentende waarden en grondstoffen zijn ETP's tegenwoordig gemeengoed. Veel beleggers maken tegenwoordig ook gebruik van short-ETP's, hefboom-ETP's en ETP's met valutahedge.

Hieronder voorspellen consultants van McKinsey & Company¹⁴ dat de sterke wereldwijde ETP-groei zeker nog tot 2015 aanhoudt:

Voorspelde ETP-groei



Bron: McKinsey & Company, The Second Act Begins for ETFs (augustus 2011), ETF Securities (juni 2013).

■ Sterke groei ■ Matige groei ■ Huidig beheerd vermogen

¹² Bloomberg (augustus 2013).

¹³ BlackRock ETP Landscape: Industry Highlights (januari 2013).

¹⁴ McKinsey & Company, The Second Act Begins for ETFs (augustus 2011).

Hoewel het moeilijk is om voorspellingen te doen over een sector waarin zoveel wordt geïnnoveerd, schetsen we enkele positieve ontwikkelingen die de toekomst mogelijk in het verschiet heeft:

ETP's met een specifieke strategie: Een groei in ETP's die een bepaalde beleggingstechniek repliceren. Bijvoorbeeld een fusiearbitrage-ETP dat probeert te profiteren van de prijsverschillen van bedrijven die worden overgenomen.

Indexexperimenten: Aangezien ETP's indices volgen, is het logisch dat de groei van de ETP's hand in hand gaat met een groei in de variëteit aan indices. ETP-emittenten trachten hun producten te differentiëren, waardoor indexproviders gevarieerdere indices zullen samenstellen die ETP's op hun beurt kunnen volgen.

Regelgeving: De Retail Distribution Review in het VK is misschien pas het begin van verschillende vormen van regelgeving die gevolgen kunnen hebben voor de groei van ETP's. Door provisies te verbieden en adviseurs te verplichten de gehele beleggingsmarkt te evalueren, zal de RDR de ETP-markt waarschijnlijk vergroten, vooral onder particulieren.

Uiteindelijk kan worden gesteld dat het werkelijke succes van ETP's vooral zit in het feit dat zij een democratiserende werking hebben op de beleggingsmarkt. Zij hebben particuliere beleggers toegang verschaft tot activa en in toenemende mate ook tot strategieën die vroeger uitsluitend beschikbaar waren voor institutionele beleggers, zoals investeringsbanken en hedgefondsen. Als ETP-aanbieders blijven innoveren, verwachten wij dat de sector de beschikbare mogelijkheden voor gewone beleggers blijft uitbreiden.

Belangrijke informatie

Deze financiële promotie is uitgegeven en goedgekeurd voor doeleinden van sectie 21 van de Financial Services and Markets Act 2000 door ETF Securities (UK) Limited ("ETFS UK"), dat een vergunning heeft van en onder toezicht staat van de Britse Conduct Services Authority ("FCA").

Beleggingen kunnen in waarde stijgen of dalen en het is mogelijk dat u het belegde bedrag geheel of gedeeltelijk verliest. In het verleden behaalde prestaties vormen niet noodzakelijkerwijs een indicatie voor de toekomst. Raadpleeg vóór elke belegging een onafhankelijke beleggingsadviseur om te bepalen of deze belegging voor uw situatie geschikt is.

De informatie in deze mededeling is uitsluitend bedoeld als algemene informatie en is geen aanbod of verzoek om effecten te kopen of te verkopen. Deze mededeling mag niet worden gebruikt als basis voor een beleggingsbeslissing. Prestaties uit het verleden vormen geen indicatie voor toekomstige prestaties en alle beleggingen kunnen in waarde dalen.

Deze mededeling kan onafhankelijke marktinformatie bevatten die ETFS UK heeft opgesteld op basis van openbaar beschikbare informatie. Hoewel ETFS UK er alles aan doet om te zorgen dat de inhoud van deze mededeling correct is, geeft ETFS UK geen waarborgen of garanties over de nauwkeurigheid of correctheid ervan. De externe gegevensproviders die als bron zijn gebruikt voor de informatie in deze mededeling, geven geen garanties of verklaringen van welke aard dan ook met betrekking tot deze gegevens. Waar ETFS UK zijn eigen meningen over producten of marktactiviteiten geeft, kunnen deze meningen veranderen. ETFS UK noch enige dochtermaatschappij, noch hun respectieve managers, bestuurders, partners of medewerkers aanvaarden enige aansprakelijkheid voor directe of gevolgschade die voortvloeit uit enig gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan.

ETFS UK moet, op grond van een verplichting van de FCA, aan u duidelijk maken dat het op geen enkele wijze voor u handelt in verband met de belegging of beleggingsactiviteit waarop deze mededeling betrekking heeft. In het bijzonder verschafft ETFS UK u geen beleggingsdiensten en adviseert u niet over de voordelen van de voorwaarden van enige transactie en doet u in dit verband ook geen aanbeveling. Vertegenwoordigers van ETFS UK mogen zich niet zodanig gedragen dat u hieromtrent een andere voorstelling van zaken zou kunnen krijgen. ETFS UK heeft derhalve niet verantwoordelijkheid om u de bescherming te bieden die het aan zijn klanten biedt. U moet dus, geheel naar eigen oordeel, zelf onafhankelijk juridisch, beleggings-, fiscaal of ander advies inwinnen.

Dit document is geen reclame voor of ondersteuning van een openbare aanbieding van aandelen of effecten in de Verenigde Staten of in een provincie, grondgebied of enig ander rechtsgebied van de Verenigde Staten of in enig ander rechtsgebied, en mag onder geen enkel beding als zodanig worden opgevat. Dit document noch een kopie ervan mag (noch direct noch indirect) naar de Verenigde Staten worden overgebracht, verstuurd of verdeeld.

Deze mededeling is een advertentie in de betekenis van paragraaf 31, lid 2 van de Duitse wet op de effectenhandel (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG). Dit is geen financiële analyse conform paragraaf 34b van de WpHG en voldoet dan ook niet aan alle wettelijke vereisten om de objectiviteit van een financiële analyse te waarborgen, en is ook niet onderworpen aan het handelsverbod voorafgaand aan de publicatie van een financiële analyse.

Neem voor meer informatie contact op met ETFS UK via +44 (0)20 7448 4330 of via info@etfsecurities.com.



ETF Securities (UK) Limited

3 Lombard Street
London EC3V 9AA
Verenigd Koninkrijk

T +44 (0)20 7448 4330
E info@etfsecurities.com
W etfsecurities.com

