

## ETF's: van simpel tot complex product

Tien jaar geleden leek de indextracker of ETF (Exchange Traded Fund) als innovatie in het segment beleggingsfondsen een regelrechte doorbraak. Een eenvoudig, transparant product tegen lage kosten en met een aanvaardbaar risico. De indextracker in zijn meest basale vorm heeft immers geen ander doel dan het volgen van de relevante index. Hoe simpel kan het leven zijn? Inmiddels is de ETF-industrie ruim een decennium verder, zijn wereldwijd meer dan 3.000 ETF's verkrijgbaar, waarvan een scala bestaat uit varianten op het product 'indextracker' dat allang niet meer één op één een relevante index volgt. In die zin gedraagt een groeiend aantal trackers zich steeds meer als het alom bekende conventionele beleggingsfonds. Goed dus om het fenomeen tracker weer eens onder de loep te nemen. Hierbij stelt MoneyView zich ook en wederom – zie het Special Item van januari 2011 – de vraag: kunnen ETF's qua rendement en risico de actief beheerde beleggingsfondsen, die de intentie hebben om de gevolgde index wél te verslaan, achter zich laten. MoneyView vergelijkt van een aantal categorieën de meest breed beleggende fondsen en trackers. We beginnen met de uitleg van de MoneyView ProductRating, met behulp waarvan de fondsen zijn gerankt.

## MoneyView *ProductRating*

De ProductRating komt tot stand door performancemeting aan de hand van een door MoneyView zelf ontwikkelde prestatie maatstaf, de MoneyView Performance Indicator (MPI). De meting is gedaan op peildatum 30 december 2011. De fondsen, met inbegrip van de ETF's, worden verondersteld een minimale koershistorie te hebben van vijf jaar. De top-10's van de onderzochte categorieën Aandelenfondsen Nederland, Aandelenfondsen Europa, Aandelenfondsen Noord-Amerika en Aandelenfondsen Wereldwijd krijgen een 5-sterrenrating. Per onderzochte categorie is de individuele fondsprestatie berekend (rendement en risicograad) en is met behulp van de MPI een ranking ontstaan.

Opvallende conclusie is dat in de top-10 van slechts één van de vier onderzochte categorieën ETF's vertegenwoordigd zijn, namelijk in de categorie Aandelenfondsen Noord-Amerika. Het gaat om maar liefst vier trackers, met een heuse winnaar: SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust, wellicht voorheen beter bekend onder de naam Diamonds Trust Serie 1. In alle andere categorieën voeren de actief beheerde beleggingsfondsen de boventoon.

Een even opvallende constatering is dat de top-10 van de categorie Aandelenfondsen Nederland bijna volledig wordt gedomineerd door fondsen van verzekeraars. In alle andere categorieën komen ze niet meer voor, het AEGON World Equity Fund uitgezonderd. Vermogensbeheerders en aanbieders Comgest, BlackRock, Carmignac, Threadneedle en Delta Lloyd hebben alle 2 tot 5 noteringen in één of meer categorieën. Tien van de veertig gerankte beleggingsfondsen hebben een beursnotering aan Euronext Amsterdam.

Naast een overzicht van de fondsprestaties over een periode van vijf jaar zijn 10-jaars performanceoverzichten geconstrueerd met betrekking tot voornoemde aandelenfondscategorieën. Een belangrijke kanttekening die hierbij gemaakt dient te worden is dat in 2001 slechts 71 ETF's een notering hadden aan één of meer Europese effectenbeurzen. Het aantal ETF's waarvan MoneyView berekeningen heeft kunnen maken, is beperkt, zodat slechts enkele indextrackers in de vergelijkende overzichten kunnen worden opgenomen.

### MONEYVIEW PERFORMANCE INDICATOR (MPI)

De MoneyView Performance Indicator (MPI) is een voor een benchmark (index) gecorrigeerde Risk Adjusted Return (RAR). Kort gezegd is de RAR het rendement dat een fonds zou moeten opleveren als de vergoeding die de gemiddelde belegger eist voor het gelopen risico wordt verrekend met het behaalde rendement. Hierbij wordt rekening gehouden met risico-aversiteit. Dit levert een rendement op dat het risicovrije equivalent wordt genoemd.

De RAR van de gehanteerde benchmark wordt op nul gesteld. Een beleggingsfonds met een negatieve MPI doet het dus slechter dan de benchmark en een fonds met een positieve MPI presteert dus beter. De MPI voorziet daarmee in enkelvoudige interpreteerbaarheid door onderlinge vergelijking via het leggen van de prestaties tegen dezelfde meetlat, de index, iets waar de RAR niet in voorziet, noch de intentie heeft om dat te doen.

[KLIK HIER VOOR DE TECHNISCHE SPECIFICATIE VAN DE MPI](#)

Wilt u een volledig overzicht van de MPI's van de onderzochte fondsen? [Klik hier om dit te downloaden.](#) Wilt u elke altijd op de hoogte zijn van de prestaties van meer dan

2000 beleggingsfondsen? Dat kan met de **MoneyView ProductManager**. Neem contact op met MoneyView voor een gratis demoversie. Heeft uw product een 5-sterren **ProductRating**? Gefeliciteerd!

Wilt u met het ProductRating-logo naar buiten treden in advertenties, op websites of andere uitingen? Neem contact op met MoneyView en vraag naar de voorwaarden.

**MoneyView** 

**Contactgegevens:**

020 – 626 85 85 of  
specialitem@moneyview.nl

MoneyView *ProductRating*

## PRODUCTRATING FONDSPERFORMANCE

## MoneyView



## NEDERLAND INCL. ETF'S

'Fondsperformance'

2012

- Robeco Hollands Bezit N.V.
- GENERALI AandelenFonds
- AEGON Equity Holland Fund
- AEGON Index Plus Fund
- Delta Lloyd Nederland Fonds N.V.
- GENERALI AandelenFonds Nederland
- Nationale-Nederlanden Nederland Fonds
- RVS Aandelenfonds
- Centraal Beheer Achmea Aandelenfonds Nederland
- FBTO Aandelenfonds Nederland

## MoneyView



## EUROPA INCL. ETF'S

'Fondsperformance'

2012

- Comgest Europe S.A. (CHF)
- Carmignac Euro-Patrimoine
- INVESCO Pan European Structured Equity Fund A
- European Capital Holdings SICAV
- BGF Continental European Flexible Fund A2
- Threadneedle Pan European Fund (RN Acc)
- Threadneedle European Select Fund (RN Acc)
- BGF European Focus Fund A2
- Henderson Horizon Pan European Equity Fund Acc
- Delta Lloyd Select Dividend Fonds N.V.

## MoneyView



## NOORD-AMERIKA INCL. ETF'S

'Fondsperformance'

2012

- SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust
- Optimix America Fund
- Lyxor ETF NASDAQ-100
- Leveraged Capital Holdings N.V. A-shares (USD)
- Leveraged Capital Holdings N.V. B-shares
- Columbia Securities N.V. (USD)
- Threadneedle American Fund (RN Acc) (USD)
- Threadneedle American Select Fund (RN Acc) (USD)
- Lyxor ETF DJ Industrial Average
- iShares Dow Jones Industrial Average (DE)

## MoneyView



## WERELDWIJD INCL. ETF'S

'Fondsperformance'

2012

- Carmignac Investissement Lattitude
- Carmignac Investissement A
- BGF Global Dynamic Equity Fund A2 (USD)
- Comgest - Monde Class C
- Petercam Equities World 3F CAP B
- DWS Top Dividende
- Fidelity Global Focus Fund A
- AEGON World Equity Fund
- BGF Global Enhanced Equity Yield Fund A2 (USD)
- Threadneedle Global Select Fund (RN Acc) (USD)

## Werkwijze *toegelicht*

In de onderzochte categorieën zijn gereguleerde beleggingsfondsen, niet-gereguleerde fondsen, zogenaamde Unit Linked (UL) fondsen en ETF's opgenomen. De performance-overzichten zijn zo geconstrueerd, dat zowel inzicht wordt verkregen in de prestaties van de vier subcategorieën op een geaggregeerd niveau, als inzicht wordt verkregen in de prestaties van de actief beheerde fondsen versus prestaties van de trackers per categorie.

De in het onderzoek betrokken categorieën omvatten een breed spectrum aan fondsen: individuele landenfondsen, regio- en sectorfondsen, emerging markets funds, themafondsen, dividuutkerend, growth versus value en fondsen beleggend via een bepaalde stijl. Om zoveel mogelijk fondsen met min of meer gelijkwaar-

dige beleggingsstrategieën met elkaar te kunnen vergelijken, is ervoor gekozen om uitsluitend die beleggingsfondsen, inclusief ETF's, te selecteren die een zo breed mogelijke index hanteren. De aantallen beleggingsfondsen in de 'bruto' populatie zijn: Aandelenfondsen Nederland (40), Aandelenfondsen Europa (290), Aandelenfondsen Noord-Amerika (80) en Aandelenfondsen Wereldwijd (230).

De populatie beleggingsfondsen en ETF's bestaat uit beursgenoteerde fondsen, beleggingsfondsen die een registratie hebben in het buitenland en uit de niet-gereguleerde fondsen al dan niet gekoppeld aan een verzekeringsproduct, in dat laatste geval Unit Linked geheten.

## Marktfeiten ETF's *toegelicht*

Indextrackers kennen in beginsel geen actief beheer. Het mandje van effecten waarin wordt belegd, verandert pas van samenstelling als de samenstelling van de onderliggende waarde (de betreffende index) wijzigt. Een dergelijke tracker bedient zich van fysieke replicatie van de index. Er bestaan twee ondervormen: volledige replicatie en optimalisatie/sampling. In het laatste geval wordt niet ieder aandeel dat deel uitmaakt van de index aangekocht, maar een selectie van de index 'gekopieerd'. Voordeel is dat minder stukken in portefeuille worden genomen en derhalve de transactiekosten beperkt blijven. Om bijvoorbeeld de MSCI World Index te repliceren, zouden alle 1.600+ aandelen in een bepaalde verhouding aangekocht en beheerd

moeten worden, hetgeen een kostbare zaak wordt. Indextrackers die in obligaties beleggen hanteren ook vaak de optimalisatiemethode, omdat het aantal vastrentende waarden in de indexportefeuille te omvangrijk is en/of de complexiteit van de verkrijgbaarheid te groot. Ook in dit geval bedient de fondsmanager zich van sampling.

De groei van zowel het aantal trackers als de omvang van het beheerde vermogen (assets under manage-

ment) is de afgelopen vijf jaar spectaculair geweest (zie figuur 1 en 2). Eind 2006 werden op de Europese effectenbeurzen 273 trackers aangeboden; eind november 2011 waren dit er 1.226. Een stijging van 449%. Het beheerde vermogen in dezelfde periode steeg met 305% tot USD 273,5 miljard. Wereldwijd groeide het aantal ETF's met 418% (713 naar 2.982). Het beheerde vermogen nam met 238% toe tot USD 1.347,5 miljard per ultimo november.

ETF'S IN AANTALLEN EUROPA EN GLOBAL 2001-2011

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Nov-11
Totaal Europa	6	71	118	104	114	165	273	423	635	829	1,072	1,266
Totaal Global	92	202	280	282	336	461	713	1,170	1,595	1,944	2,460	2,982

BRON: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

In de tweede helft van het afgelopen decennium is de synthetische tracker tot volle wasdom gekomen. In 2008 oversteeg het aantal synthetische trackers het aantal replicerende ETF's. Technisch is een synthetische tracker eigenlijk geen indextracker meer. In die gevallen namelijk waarin de aandelen van een bepaalde index moeilijk verkrijgbaar/illiquide zijn, brengt de vermogensbeheerder van de ETF het ingelegde vermogen onder bij een derde partij, een bank bijvoorbeeld. Deze stelt zich garant voor het rendement dat de relevante index zal maken. Voor het geval dat de bank haar verplichtingen niet kan nakomen, wordt een onderpand verstrekt dat minimaal de waarde vertegenwoordigt van het vermogen dat de ETF aan de bank heeft verstrekt. In de meeste gevallen bestaat dit onderpand uit effecten die geen (cor)relatie vertonen met de 'gevolgde' index. Mocht de bank de aangegane overeenkomst niet gestand kunnen doen, dan houdt de fondsbeheerder de effecten onder zich, waarvan het onzeker is of hij die tegen de verkrijgingswaarde kan verkopen.

ETF ASSETS UNDER MANAGEMENT (AUM) GLOBAL 2000-2011

AUM (USD miljard)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aandelen	74.3	104.7	137.5	205.9	286.3	389.6	527	730	596	842	1,054	1,057
Vastrentend	0.1	0.1	4.0	5.8	23.1	21.3	36	60	104	167	207	251
Commodities	-	-	0.1	0.3	0.5	1.2	3	6	10	26	46	35
Overig	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2	5	5
<b>Totaal AUM Global</b>	<b>74.3</b>	<b>104.8</b>	<b>141.6</b>	<b>212.0</b>	<b>309.8</b>	<b>412.1</b>	<b>566</b>	<b>797</b>	<b>711</b>	<b>1,036</b>	<b>1,311</b>	<b>1,348</b>

BRON: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

ETF ASSETS UNDER MANAGEMENT (AUM) EUROPAAL 2000-2011

AUM (USD miljard)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aandelen	0.7	5.7	10.7	19.4	31.0	49.3	76	104	97	160	199	182
Vastrentend	-	-	-	1.0	2.9	5.2	12	21	41	52	57	57
Commodities	-	-	-	-	-	0.4	2	3	5	15	26	33
Overig	-	-	-	-	-	-	-	1	0	0	2	2
<b>Totaal AUM Europa</b>	<b>0.7</b>	<b>5.7</b>	<b>10.7</b>	<b>20.4</b>	<b>34.0</b>	<b>54.9</b>	<b>90</b>	<b>129</b>	<b>143</b>	<b>227</b>	<b>284</b>	<b>274</b>

BRON: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

Tezeldertijd is onzeker geworden of het beloofde rendement gegarandeerd kan worden. In de praktijk

is het heel lastig om het risico van dit type index-tracker te waarderen.

Indien de fondsbeheerder de index fysiek repliceert (full of via sampling) bestaat de mogelijkheid dat de aandelen uitgeleend worden aan een derde partij. Deze partij betaalt hiervoor een premie. Dit biedt de fondsbeheerder de mogelijkheid om de kosten die de ETF maakt te verlagen. Soms lukt het zelfs om op deze kunstmatige wijze de benchmark te outperfor- men. In deze situatie wordt weliswaar conform of nagenoeg conform de index belegd, maar bestaat desalniettemin een risico dat de tegenpartij niet aan zijn leveringsverplichting kan voldoen. Ergo, de derde partij is niet in staat is om de aandelen fysiek te leveren. Het uiteindelijke risico is voor de beleg- ger in de betreffende ETF.

VERDELING ETF'S EUROPA NAAR VORM												
AUM (USD miljard)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Nov-11
Fysieke replica	nb	nb	nb	nb	nb	41.3	64.1	80.6	76.4	125.0	155.1	164.2
Synthetische swap	nb	nb	nb	nb	nb	13.6	25.6	48.0	66.4	101.9	128.6	109.1
Hybride vorm	nb	nb	nb	nb	nb	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3
ETF totaal	0.7	5.7	10.7	20.4	34.0	54.9	89.7	128.5	142.7	226.9	284.0	273.5
Aantallen (#)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Nov-11
Fysieke replica	nb	nb	nb	nb	nb	138	184	231	252	314	385	445
Synthetische swap	nb	nb	nb	nb	nb	27	89	192	383	515	683	778
Hybride vorm	nb	nb	nb	nb	nb	0	0	0	0	0	3	3
ETF totaal	6	71	118	104	114	165	273	423	635	829	1,072	1,226

Bron: BlackRock Investment Institute, Bloomberg

## Trends & ontwikkelingen *toegelicht*

In een luttele tiental jaren is er een woud aan indextrackers ontstaan. Een steeds groter aantal daarvan repliceert de index niet, maar garandeert het rendement dat de 'gevolgde' index maakt. De wijze waarop dit gebeurt, is vaak pas zichtbaar als de geïnteresseerde belegger zich de moeite getroost kennis te nemen van het (verkorte) prospectus, Financiële Bijsluiter (FB) of de opvolger van de FBI, de per 1 juli 2012 verplichte EBI (Essentiële Beleggers Informatie). Hopelijk wordt daarin door de aanbieders in heldere taal toegelicht wat de precieze beleggingsstrategie is die de fondsbeheerder hanteert.

Een relatief nieuw type ETF zijn de trackers die inspelen op koersdalingen en/of -stijgingen van de relevante index. Deze indextrackers dragen bijvoorbeeld termen als 'leveraged' of 'short (daily)' in de naam en zijn om die reden beter herkenbaar als specialistische tracker, waarvoor specialistische beleggingskennis vereist is. In leveraged ETF's wordt gebruikgemaakt van derivatenconstructies, zoals futures, die door het hefboomeffect een veel hoger rendement kunnen realiseren. Het omgekeerde is echter ook het geval. ETF's die short gaan, realiseren wel rendement met een daling van de onderliggende index, maar niet als de index stijgt. Voor een belegger is ook in dit geval gedegen kennis van de werking van dergelijke indextrackers van eminent belang.

Doordat dergelijke trackers niet (meer) één op één met hun onderliggende index meebewegen, kunnen ze door het gebruik van derivaten en allerlei andere beleggingsconstructies de vergelijking met een structured product goed doorstaan. Gevreesd moet worden dat de ETF nog niet volledig is uitontwikkeld. Geregeld worden nieuwe trackers op de markt gebracht die enkel nog door het voorvoegsel ETF de indruk wekken een index te volgen. Het lijkt een goede zaak als een heldere definitie wordt geformuleerd die bepaalt of een beleggingsfonds de titel 'Exchange Traded Fund' mag voeren.

De (door)ontwikkeling van de ETF's hoeft op zichzelf genomen geen schadelijke effecten te hebben. Teleurstellend is wel dat de van huis uit rechttoe rechtaan trackers – die niets anders doen dan het volgen van de index – door hun aanbieders blijkbaar als saai worden gepercipieerd, al was het alleen maar door het

feit dat geen outperformance wordt verwacht noch wordt vereist. Wat anders drijft de aanbieders om nieuwe (risicovolle) varianten op een standaardthema te bedenken? De constatering is misschien wel gerechtvaardigd dat de trackerindustrie van het eerste uur na 10 jaar is uitgemolken. De fondsbeheerders moeten wel met ingenieuze en complexe(re) producten komen om de belangstelling van het publiek te blijven trekken. Of het grote publiek op dergelijke gekunstelde producten zit te wachten in een tijd waarin de markt eerder als risico-avers kan worden aangemerkt en transparantie een groot goed is, is echter twijfelachtig.

Innovatie is een goede zaak. Een groot bezwaar is dat niet alleen een deel van het totale aanbod van ETF's alle kenmerken van actief beheerde beleggingsfondsen aangenomen heeft, maar ook dat een aantal de gedaante heeft aangenomen van een structured product. En laat het nu net deze categorie beleggingsproducten zijn die, juist door haar ondoorzichtigheid, beleggers in een recent verleden financiële kopzorgen heeft gegeven.

Ook de AFM heeft haar zorgen geuit over de wildgroei in ETF's en de vaak ongekende risico's, waarvan de gemiddelde belegger onwetend is, die het beleggen in ETF's met zich meebrengt. De AFM heeft het afgelopen jaar een aantal onderzoeken en literatuurstudies verricht over actief en passief (ETF) beleggen om de voors en tegens in kaart te brengen en te onderzoeken in hoeverre de informatie (waaronder de gevaren en risico's) met betrekking tot het beleggen in ETF's voor beleggers voldoende duidelijk is: [Klik hier voor de publicatie van de AFM](#)

Uit de berekening van de fondsprestaties over de afgelopen vijf jaar blijkt echter duidelijk dat, ondanks bepaalde voordelen die het beleggen in ETF's heeft boven het beleggen in actief beheerde fondsen, zeer veel traditioneel beheerde beleggingsfondsen nog altijd een gunstigere rendement-/risicoverhouding hebben dan de meeste ETF's. Positieve uitzondering vormen de indextrackers in de categorie Aandelenfondsen Noord-Amerika, waarin SPDR, Lyxor en iShares excelleren. In alle andere aandelenfondscategorieën spelen breed gespreid beleggende indextrackers in vergelijking met eveneens breed beleggende conventionele beleggingsfondsen geen rol van betekenis.

Wilt u een volledig overzicht van de MPI's van de onderzochte fondsen? [Klik hier om dit te downloaden.](#) Wilt u elke altijd op de hoogte zijn van de prestaties van meer dan

2000 beleggingsfondsen? Dat kan met de **MoneyView ProductManager**. Neem contact op met MoneyView voor een gratis demoversie. Heeft uw product een 5-sterren **ProductRating**? Gefeliciteerd!

Wilt u met het ProductRating-logo naar buiten treden in advertenties, op websites of andere uitingen? Neem contact op met MoneyView en vraag naar de voorwaarden.

**MoneyView** 

Contactgegevens:  
020 – 626 85 85 of  
specialitem@moneyview.nl