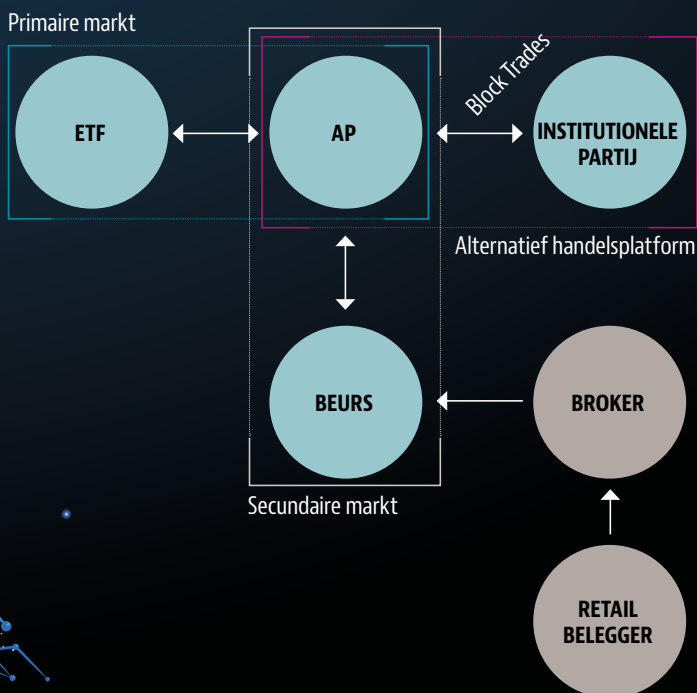


## HANDEL IN ETF-STUKKEN



handel – wegens de gebrekkige transparantie – maar weinig toevoegt aan prijsvorming, vormt het wel een bron van liquiditeit voor een etf.

Dat de handel op zoveel verschillende deelmarkten plaatsvindt (zie Figuur 1), lijkt een recept voor prijsverschillen. In de praktijk valt dit mee. Doorgaans blijkt er maar weinig verschil tussen de etf-prijzen op de primaire markt, gebaseerd op de nettovermogenswaarde (NAV) per participatiebewijs, en de mid-market prijzen die ontstaan op de secundaire markt. Geringe verschillen worden direct “weg-gearbitreerd” door de AP’s,

die op beide deelmarkten actief zijn. Met deze verbindende rol vervullen de AP’s een belangrijke functie als liquiditeitsverstrekker, waardoor de etf-handel in de regel soepel verloopt.

### IS LIQUIDITEIT ALTIJD GEGARANDEERD?

Bij liquiditeit kan gekeken worden naar de eigenschappen van de beleggingen zelf. Gezien de bijzondere prijsvorming van etf’s op deelmarkten, is het ook belangrijk om te kijken naar de gedragingen van de AP’s.

Het blijkt dat zolang markten niet volatiel zijn, AP’s, samen met marketmakers (soms dezelfde partij) een goede verhandelbaar-



### WAAR MOET DE ETF-BELEGGER NAAR KIJKEN?

*De belegger in etf’s moet goed kijken naar hoe de aanbieder de benchmark precies volgt. De meest veilige en simpele methode is een aanpak van replicatie, waarbij stukken een-op-een worden gekocht en bewaard in een afgezonderd depot. Deze variant zou de voorkeur moeten krijgen. Mocht een particuliere belegger toch een positie in een complexer fonds overwegen, dan kan bijvoorbeeld gekeken worden naar de kwaliteit van het onderpand.*

### ONDERPAND

*Het onderpand dat het etf namelijk accepteert, bijvoorbeeld in ruil voor het uitlenen van stukken, zou vermeld moeten staan in het prospectus. Doorgaans zijn onderpandregels vergezeld van een lijst met potentiële inleenbare beleggingsklassen. Om een indruk te krijgen wat de kwaliteit van dat soort onderpand is, zou de belegger het onderpand kunnen vergelijken met de acceptatiecriteria die de ECB hanteert bij het verstrekken van leningen aan banken. De gedachte is dat indien de ECB het onderpand accepteert, de belegger er ook van uit mag gaan dat het onderpand goed is. Voorkomen moet worden dat etf’s een afvoerputje worden voor minderwaardig onderpand dat elders niet beleenbaar is. Een bekend voorbeeld waren Europese aandelen-trackers die ten tijde van de financiële crisis (2009), onderliggend in Japanse staatsobligaties bleken te zitten. Dat is een risico dat de belegger gedurende dit soort tijden geenszins wil lopen. Mocht de belegger geen tijd of zin hebben om zelf uitgebreid onderzoek te verrichten naar onderpandconstructies, dan doet deze er wellicht verstandiger aan om gewoon voor de simpele etf te kiezen.*

heid van etf-stukken faciliteren. Onder die omstandigheden vormen etf’s inderdaad een efficiënt alternatief om gespreid te beleggen.

Anders wordt dit wanneer de volatiliteit toeneemt, zoals het geval bij de flashcrashes van 2010 en 2015.

Dan blijken AP’s zich snel terug te trekken, waardoor de liquiditeit van (minder populaire) etf’s snel kan opdrogen. Het omgekeerde kan overigens ook, waarbij AP’s tijdelijk versneld stukken verkopen, bijvoorbeeld om mee te profiteren van een reeds dalende markt. In die gevallen verkoopt de AP grote hoeveelheden stukken, waarmee de ingezette koersdaling verder wordt versterkt. In extreme situaties verkoopt de AP dan zelfs meer etf-stukken dan op dat moment in bezit, een strategie die bekend staat als *naked short*.

AP’s mogen dat doen, want ze hebben geen enkele verplichting om liquiditeit te bewaken. Men handelt altijd en alleen in het eigen belang. Conclusie is dan ook dat liquiditeit bij etf’s geenszins gegarandeerd is, los van het feit dat beleggers wel enig vertrouwen mogen hebben in het efficiënt functioneren van markten.

Wat mogelijk een rol speelt in de overweging van AP’s om tijdens periodes van volatiliteit geen liquiditeit te verschaffen, is een gebrek aan transparantie, dat speelt bij complexere etf-varianten.

### MEER EN MINDER TRANSPARANT

Etf-aanbieders kunnen kiezen om een benchmark simpelweg te kopiëren, bijvoorbeeld door elk stuk in de benchmark in de juiste verhouding te kopen en de stukken vervolgens onder te brengen bij een bewaarbedrijf. Voor beleggers zijn de risico’s van zo’n replicatie-strategie redelijk inzichtelijk.