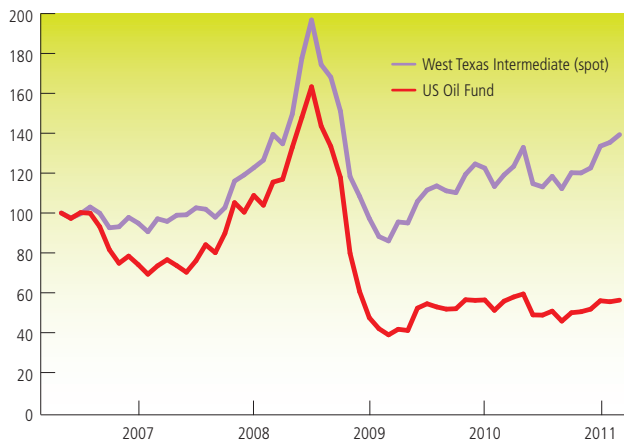


Geïndexeerd waardeverloop US Oil Fund en West Texas Intermediate



jaren een ongebreidelde groei. Tegenwoordig is op vrijwel iedere denkbare grondstof (metalen, edelmetalen, energie, landbouwgewassen, vee) of grondstoffenindex wel een ETC voorhanden. Tot de grootste aanbieders behoren Barclays iPath, ETF Securities en Invesco PowerShares.

Net als bij ETF's is het productaanbod niet beperkt gebleven tot de 'plain vanilla'-variant, die simpelweg de onderliggende waarde een op een probeert te volgen. Inmiddels zijn ook meer exotische varianten geïntroduceerd, zoals de 'leveraged', 'double leveraged', 'short' en 'dubbel short' ETC.

#### FYSIEK OF FUTURES

De eerste ETC's kochten de fysieke onderliggende waarde. Gold Bullion Securities had dus onderliggend ook écht goud in bezit. Naarmate de markt voor ETC's zich ontwikkelde, werden steeds meer producten gebaseerd op futures op de onderliggende waarde. Dit is een belangrijk gegeven, want beleggers in ETC's die gebaseerd zijn op futures kunnen de deksel lelijk op de neus krijgen.

Van een tracker mag worden verwacht dat deze de actuele koers van de onderliggende waarde zo nauwkeurig mogelijk volgt. Voor grondstoffen is dat de 'spot'-prijs. Met het gebruik van futures worden beleggers echter blootgesteld aan de termijnstructuur van de futures. Een futureprijs wijkt veelal af van de spotprijs: dit verschil is vaak negatief (futureprijs hoger dan spotprijs: 'contango'), maar kan ook positief zijn (futureprijs lager dan spotprijs: 'backwardation'). Door de handelsmethodiek die dergelijke

ETC's toepassen – zij rollen meestal iedere maand door – realiseren zij in geval van contango iedere maand weer een negatief doorrolrendement ('roll yield'), waardoor de koersontwikkeling van de ETC aanzienlijk kan afwijken van de ontwikkeling van de spotprijs.

Zie bijvoorbeeld het United States Oil Fund. De beleggingsdoelstelling

van deze ETC is het volgen van de ontwikkeling van de spotprijs van 'light sweet crude oil' (of West Texas Intermediate) door te beleggen in olie futures. Een belegger die het US Oil Fund koopt om te profiteren van een stijgende spotprijs van 'light sweet crude oil' komt bedrogen uit. Sinds de start van het fonds is de olieprijs gestegen met 39 procent, maar het US Oil Fund daalde met 43 procent. De negatieve roll yield op de onderliggende futures is de grootste boosdoener van deze forse afwijking.

Aangezien de termijnstructuren voor de meeste grondstoffen in contango zijn, ligt het gevaar altijd op de loer dat de koersontwikkeling van een ETC ongunstig afwijkt van de spotprijs van de onderliggende grondstof. Dit kan tot nare verrassingen leiden. Een tracker die in de fysieke grondstof belegt, heeft dit probleem niet en kan daardoor de spotprijs nauwkeuriger volgen. De laatste tijd zijn daarom ETC's met de fysieke

### FUTURES: CONTANGO EN BACKWARDATION

Een futurecontract is een termijncontract. Het is een afspraak tussen twee partijen om op een bepaald tijdstip een bepaalde hoeveelheid van een product of financieel instrument te verhandelen tegen een bepaalde prijs. Het is dus een soort prijsafpraak.

De koers van een future ligt vaak in de buurt van de actuele koers van de onderliggende waarde (spotprijs), maar is vrijwel nooit precies gelijk daaraan. De prijs wordt ook beïnvloed door de rentestand. Omdat er minder geld nodig is om een future te kopen dan om de onderliggende waarde aan te kopen, wordt rente uitgespaard. Dit maakt de koersen van een future hoger dan de actuele koersen. Hoe verder weg de aflooptdatum van de future en hoe hoger de rentestand, hoe hoger de koers ten opzichte van de spotprijs. In het geval van grondstoffen bepalen ook de kosten om voorraden aan te houden de futureprijs. Hoe hoger deze kosten en hoe verder weg de aflooptdatum, hoe hoger de futureprijs.

Als een future boven de spotprijs noteert, heet dit 'contango'. Noteert hij onder de spotprijs, dan heet dat 'backwardation'. Dat kan ook wijzen op tijdelijke prijsverstoringen. Bij olie hebben we in de laatste jaren bijvoorbeeld gezien dat de futureprijzen in backwardation waren door een sterk stijgende spotprijs en dreigende tekorten. Alle futureprijzen in een grafiek vormen een curve. Bij contango is die oplopend en bij backwardation aflopend.

De richting van de curve is belangrijk voor futurebeleggers en dus voor ETC's op basis van futures. ETC's kopen over het algemeen futures met een looptijd van één maand. Als de curve in contango is, betalen zij meer voor een bepaalde grondstof dan de actuele prijs. Dit verschil kost de futurekoper rendement ten opzichte van de spotprijs en iedere maand wordt dit herhaald. Het maandelijks doorrolrendement (roll yield) is daarom een belangrijke verklaring waarom het waardeverloop van een ETC op futurebasis kan afwijken van de ontwikkeling van de spotprijs.

grondstoffen in hun bezit weer in opkomst. Die verdienen in principe ook de voorkeur van beleggers.

Maar ook met fysieke ETC's moeten beleggers op hun hoede zijn. Een aantal aanbieders zegt een fysieke ETC aan te bieden, terwijl het in werkelijkheid om een Exchange Traded Note (ETN) gaat. Een ETN is niets meer dan een schuldbewijs van de uitgevende instelling, waarbij deze belooft de waardeontwikkeling van de onderliggende waarde te vergoeden. Dat heeft als voordeel dat de koers van de ETN de spotprijs nauwgezet kan volgen. De belegger loopt daarbij echter wel een kredietrisico op de uitgevende instelling.

Ook bij fysieke ETC's moet de belegger dus wel zijn huiswerk doen en zich ervan verzekeren dat de ETC daadwerkelijk de betreffende grondstof fysiek aanhoudt. Helaas beperkt het aanbod van echt fysieke ETC's zich op dit moment bovendien tot edelmetalen. ■