

Onderzoek Indextrackers

Samenvatting



1. Inleiding

De stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) houdt toezicht op correcte, duidelijke en niet misleidende informatieverstrekking aan consumenten. Het is belangrijk dat consumenten voor de totstandkoming van een overeenkomst op de hoogte worden gebracht van alle kenmerken van het financiële product die nodig zijn om een adequate beoordeling van het product te kunnen maken. Deze kenmerken kunnen betrekking hebben op de werking van het product, de risico's die aan het product zijn verbonden en de kosten die aan de consument in rekening worden gebracht. De wettelijke normen die de AFM bij haar toezicht op informatieverstrekking hanteert staan onder andere in de Wet op het financieel toezicht (Wft), het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo) en de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Nrgfo).

Indextrackers, of Exchange Traded Funds (ETF's) die een index volgen, zijn beursgenoteerde, open-end beleggingsfondsen met als beleggingsdoel het zo goed mogelijk volgen van een onderliggende index. Er zijn verschillende soorten ETF's, zoals ETF's die een sector of opkomende markt volgen en ETF's die een grondstof of valuta volgen. Deze laatste worden ook wel Exchange Traded Commodity of Exchange Traded Currency (ETC) genoemd. In deze publicatie wordt met een 'ETF' echter alleen de variant bedoeld die een index volgt.

De meest eenvoudige ETF's zijn transparante producten. Dit zijn producten waarvan de werking, voorwaarden en overige productkenmerken duidelijk zijn voor de consument. Een eenvoudige ETF's worden samengesteld op basis van volledige replicatie van een onderliggende index en kenmerken zich door brede spreiding, passief beheer en lage kosten.

De afgelopen tijd is een sterke groei waarneembaar in het aanbod van ETF's op de Nederlandse markt. De AFM neemt een sterke neiging waar naar de ontwikkeling van nieuwe, complexere en risicovollere soorten ETF's. Beleggen in een aantal soorten ETF's blijkt door deze ontwikkelingen minder transparant en eenvoudig als het op het eerste gezicht lijkt. De nieuwe productvarianten brengen elk hun eigen productkenmerken en specifieke risico's met zich mee. Deze kenmerken kunnen in sterke mate afwijken van de productkenmerken van de meest eenvoudige ETF's. Voor de consument is goede, adequate informatieverstrekking bij deze producten daarom van nog groter belang. Bovenstaande is aanleiding geweest voor de AFM om een onderzoek uit te voeren naar de kwaliteit van de informatieverstrekking over ETF's

De hoofdlijnen van het onderzoek zijn in dit document samengevat. De AFM publiceert om twee redenen een samenvatting van het onderzoek. Allereerst kunnen aanbieders deze publicatie gebruiken bij het evalueren en opstellen van de informatie die zij beschikbaar stellen aan consumenten. Daarnaast biedt het consumenten enige houvast bij de beoordeling van de verschillende ETF's.

2. Het onderzoek

2.1 Relevante kenmerken

Voor de toetsing van de informatieverstrekking heeft de AFM een aantal kenmerken geïdentificeerd die relevant zijn om de verschillende soorten indextrackers te kunnen beoordelen. Dit zijn kenmerken die van invloed (kunnen) zijn op de beleggingsbeslissing van consumenten en waarover de belegger dus moet worden ingelicht voordat hij of zij het product aanschafft. 'Overduidelijk duidelijke' informatieverstrekking over deze kenmerken draagt bij aan een goede weloverwogen keuze van de consument.

Uiteraard zal bij het opstellen van de diverse informatiebronnen moeten worden beoordeeld hoe relevant elk kenmerk is voor het desbetreffende product. Indien een kenmerk grote invloed heeft op de werking, het risico of de kosten en opbrengsten van een ETF, dan kan het de duidelijkheid voor consumenten bevorderen deze informatie ook op meerdere prominente plaatsen in de informatieverstrekking, zoals op de website, in de brochure en de factsheet op te nemen.

Hieronder volgt een opsomming van de belangrijkste relevante kenmerken. Dit is geen uitputtende, limitatieve opsomming.

2.2 Spreiding

Met de aankoop van een indextracker koopt een belegger als het ware een gespreide belegging. Er zitten immers diverse effecten in de onderliggende index en dus in de indextracker. Spreiding *kan* zorgen voor vermindering van het specifieke risico, maar ondanks spreiding bestaat er een kans op concentratierisico. Dit ontstaat bijvoorbeeld wanneer er een hele specifieke onderliggende index wordt gevolgd of de onderliggende waarden allemaal uit dezelfde sector komen.

Voor de beleggingsbeslissing van een consument is het belangrijk te realiseren dat er zowel ETF's bestaan die voor een grote spreiding kunnen zorgen, maar ook ETF's die ondanks de spreiding een concentratierisico met zich meebrengen. Het draagt daarom bij aan de duidelijkheid voor consumenten hen duidelijk te informeren over de samenstelling van ETF's.

2.3 Methode van samenstelling

De meest eenvoudige ETF's volgen één op één de onderliggende index. Consumenten noemen het één op één volgen van een index als belangrijk koopargument voor een ETF. ETF's kunnen echter ook op andere wijze worden samengesteld. Om de consument inzicht te geven in de werking van een ETF is het van belang de wijze van samenstelling toe te lichten.

Wanneer een indextracker een index één op één volgt en een ETF alle effecten uit de onderliggende index bevat, spreken we van *volledige replicatie*. De samenstelling van deze ETF's is zeer transparant omdat deze in beginsel één op één correspondeert met de onderliggende index. De belegger kan dus aan de hand van de index op elk moment zien hoe de indextracker is samengesteld. Indien volledige replicatie niet mogelijk is omdat de onderliggende index bijvoorbeeld moeilijk te verhandelen effecten (zoals sommige bedrijfsobligaties) bevat of er meerdere indices worden gevolgd, kan de ETF ook samengesteld worden door *sampling* van de te volgen index of indices. Een ETF bevat in dit geval niet exact dezelfde aandelen als de benchmark(s). Een ETF kan ook worden opgesteld door de rendementen van de onderliggende index *synthetisch te repliceren* door het aangaan van één of meerdere swap(s). De belegger krijgt dan het rendement uitgekeerd wat de onderliggende index heeft behaald, maar de daadwerkelijke belegging kan echter in geheel andere effecten zijn. Een synthetische ETF brengt daarom productkenmerken met zich mee die sterk kunnen afwijken van de kenmerken van een ETF die is samengesteld op basis van volledige replicatie. Het is van belang dat een belegger hier duidelijk over geïnformeerd wordt.

2.4 Verhandelbaarheid en liquiditeit

ETF's zijn beursgenoteerd en worden intraday verhandeld op de effectenbeurs. Intraday betekent dat ETF's, net als aandelen, gedurende de hele dag gekocht en verkocht kunnen worden, en niet één keer per dag zoals de actief beheerde beleggingsfondsen. De verhandelbaarheid is een belangrijk kenmerk van een ETF. Informatie over de verhandelbaarheid is voor de belegger relevant om een vergelijking te kunnen maken met andere soorten beleggingen. Indien de waarde van een index te groot is en een ETF daarom in

de verhouding van 1/10 of 1/100 van de index wordt verhandeld, is het van belang dat de consument hier duidelijk over geïnformeerd wordt

De liquiditeit van een ETF geeft aan hoe goed de ETF te verhandelen is. De liquiditeit kan echter beïnvloed worden door onder andere de onderliggende waarden van de ETF en bepaalde elementen van het beleggingsbeleid. Indien er factoren zijn die de liquiditeit -en daarmee de verhandelbaarheid- van een indextracker (kunnen) beïnvloeden is het van belang een consument hier op duidelijke wijze over te informeren. De AFM zal nog nader onderzoek verrichten naar de mogelijke liquiditeitsrisico's van de diverse soorten ETF's.

2.5 Passief beheer

Een belangrijk kenmerk van een indextracker is dat deze een passief beleggingsbeleid kent. Het doel van een indextracker is immers het volgen van een index. Dit in tegenstelling tot actief beheerde fondsen waarbij het doel vaak het verslaan van een index is. Om ETF's te kunnen vergelijken met bijvoorbeeld een actief beheerd fonds dient een consument geïnformeerd te worden over het beleggingsbeleid en de kosten die daarmee gepaard gaan. De synthetische ETF's kennen bijvoorbeeld geen volledig passief beheer en ook het gebruik van derivaten brengt vaak een stuk actief beheer met zich mee. Dit kan van invloed zijn op de beleggingsbeslissing van de consument.

2.6 Koersvorming en dividend

De koers van trackers komt -net zoals bij andere op de beurs verhandelde effecten- tot stand door vraag en aanbod. Bij ETF's die zijn samengesteld door volledige replicatie is er sprake van een sterke correlatie met de onderliggende index en zal de tracker dus hetzelfde koersverloop laten zien. De koers kan afwijken doordat er (beheers-) kosten in mindering gebracht moeten worden op de waarde van de tracker.

Afhankelijk van de in de indextracker opgenomen effecten kan er dividend worden uitgekeerd. Dividend kan worden uitgekeerd in geld, maar ook worden herbelegd, dit verschilt per fonds en wordt ingevuld door het gekozen dividendbeleid. Om de duidelijkheid voor consumenten te bevorderen is het van belang hen te informeren over de elementen van het beleggingsbeleid die invloed (kunnen) hebben op de koersvorming.

2.7 Tracking Error

Het begrip 'tracking error' drukt uit in hoeverre een indextracker er in slaagt om de onderliggende index te volgen. Wanneer de tracking error '0' is, is de afwijking ten opzichte van de index 0%. Wanneer de tracking error 1% is wijkt de indextracker 1% af van de index in absolute zin. Tracking error kan verschillende oorzaken hebben. Zo kunnen kosten en verschillen in het dividendbeleid van tracker en de onderliggende index tracking error veroorzaken. Wanneer een index wordt samengesteld op basis van sampling kan er ook tracking error ontstaan. De prestatie van de alternatieve effecten zal namelijk niet exact hetzelfde zijn als die van de effecten uit de onderliggende index. In de praktijk worden de begrippen tracking error en 'tracking difference' in sommige gevallen door elkaar gebruikt, waarbij de tracking error een statistische berekening van de mate van afwijking is en 'tracking difference' wordt gebruikt om de absolute afwijking van de ETF ten opzichte van de benchmark aan te geven.

Uit consumenten onderzoek is gebleken dat 37% van de ondervraagde ETF-beleggers '*het één op één volgen van de onderliggende index*' als belangrijk koopargument beschouwen. Voor een belegger is het daarom relevant om te weten in hoeverre een ETF er in slaagt het rendement van de index te volgen en hoe groot een eventuele afwijking is. Daarnaast kan het relevant zijn voor de belegger om te weten op welke wijze deze verschillen zijn ontstaan en hoe er door de aanbieder van de tracker mee wordt omgegaan.

2.8 Weergave rendementen

Zowel verwachte, als historische rendementen zijn relevante informatie voor de beleggingsbeslissing van een consument. Het is daarom van belang dat rendementen duidelijk worden weergegeven. Een vergelijking met de index die gevolgd kan een waardevolle toevoeging zijn aan het geheel van informatieverstrekking voor de consument. Hierbij dient echter wel duidelijk te zijn welke rendementen met elkaar worden vergeleken. Wat bijvoorbeeld onduidelijk kan zijn is voor consumenten, is een grafiek waarin rendementen van ETF's worden afgezet tegen een andere index dan de onderliggende index. Ook het afzetten van het rendement van een ETF die meerdere indices als onderliggende index gebruikt, tegen alleen één van de onderliggende indices kan consumenten een verkeerd beeld geven.

Bij weergave van rendementen is het daarnaast van belang te vermelden hoe deze rendementen zijn samengesteld en of bijvoorbeeld kosten en inkomsten wel of niet zijn meegenomen in de berekening.

2.9 Tegenpartijrisico

Wanneer een beleggingsinstelling besluit om te werken met derivaten of het uitlenen van aandelen ontstaat hier een tegenpartijrisico. Het risico bestaat immers dat de tegenpartij niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen.

De risico's die verbonden zijn aan (de mogelijkheid tot) het uitlenen van onderliggende waarden en investering in derivaten, zijn relevante kenmerken van een belegging in ETF's. Naast het noemen van deze kenmerken in het volledige prospectus, kan het vermelden van deze kenmerken op meer prominente plaatsen in de informatieverstrekking, zoals in bijvoorbeeld het vereenvoudigd prospectus en de factsheets, bijdragen aan de duidelijkheid voor consumenten.

3. Beoordeling informatieverstrekking

In het onderzoek is gekeken naar websites van verschillende aanbieders van ETF's, alsmede brochures, factsheets en andere fysieke informatie. De AFM heeft hierbij voornamelijk beoordeeld of consumenten voldoende worden geïnformeerd over de relevante kenmerken van ETF's. Deze kenmerken komen overeen met de vereisten die zijn vastgelegd in artikel 3.11 tot en met 3.28 van de Nrgfo. Ook is de informatieverstrekking over ETF's getoetst aan het voldoen aan artikel 4:19, tweede lid, Wft, waarin staat dat de aan consumenten verstrekte informatie duidelijk, correct en niet misleidend moet zijn.

In het onderzoek stonden onder andere de volgende vragen centraal:

- In hoeverre wordt de consument geïnformeerd over de index die gevolgd wordt en de samenstelling daarvan;
- In hoeverre wordt de consument geïnformeerd over het beleggingsbeleid en de daaraan verbonden risico's, zoals risico's die gepaard gaan met het gebruik van derivaten, het dividendbeleid en het uitlenen van onderliggende waarden;
- Op welke wijze worden de (historische en verwachte) rendementen weergegeven en in hoeverre is de informatie hieromtrent duidelijk en correct;
- Op welke wijze worden de kosten weergegeven.

4. Resultaten van het onderzoek

In deze paragraaf worden een aantal bevindingen weergegeven

4.1 Tracking error

Niet alle aanbieders zijn duidelijk genoeg over tracking error. De tracking error wordt niet, of onvoldoende toegelicht en de (doelstelling ten aanzien van de) hoogte van de tracking error wordt niet weergegeven. De AFM is van oordeel dat het voor beleggers niet alleen duidelijk moet zijn wat de doelstellingen ten aanzien van de tracking error zijn, maar het ook duidelijk moet zijn of er kans bestaat op tracking error en hoe hoog de tracking error is.

4.2 Beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid en de bijbehorende risico's, zoals bijvoorbeeld de risico's die gepaard gaan met het gebruik van derivaten en de mogelijkheid tot het uitlenen van onderliggende waarden, worden bij een aantal ETF's enkel toegelicht in het volledige prospectus. De AFM is van oordeel dat het vermelden van deze kenmerken op meer prominente plaatsen in de informatieverstrekking, zoals in bijvoorbeeld het vereenvoudigd prospectus en de factsheets, bijdraagt aan de duidelijkheid voor consumenten.

4.3 Tegenpartijrisico

Het investeren in derivaten en de risico's die hieraan verbonden zijn, zijn relevante kenmerken van een belegging in ETF's. Ditzelfde geldt voor het ontstaan van tegenpartijrisico door het uitlenen van onderliggende stukken. In de informatieverstrekking over een aantal ETF's wordt de consument niet duidelijk geïnformeerd over dit (mogelijke) tegenpartijrisico. Naast het noemen van deze kenmerken in het volledige prospectus, is de AFM van oordeel dat het vermelden van deze kenmerken op meer prominente plaatsen in de informatieverstrekking bijdraagt aan de duidelijkheid voor consumenten.

4.4 Sectorale spreiding

Eén van de beoordeelde ETF's kent een concentratie van onderliggende waarden in één sector, dit wordt echter niet expliciet benoemd in de informatieverstrekking. De AFM is van oordeel dat de sectorale spreiding van een ETF een relevant kenmerk is voor de beleggingsbeslissing, vooral wanneer er sprake is van een concentratie in één sector.

4.5 Onderliggende index

Duidelijk informatie over de gevolgde index en de karakteristieken daarvan draagt bij aan adequate informatieverstrekking aan consumenten. Wanneer de samenstelling van de onderliggende index invloed kan hebben op de prestaties van een ETF is deze informatie relevant voor een consument. Het kan zijn dat er van een bepaalde index meerdere varianten bestaan, waarbij het onderscheid voor de (gemiddelde) belegger niet altijd duidelijk is. Van één van de beoordeelde ETF's was het niet duidelijk welke index gevolgd werd.

4.6 Weergave rendementen

De AFM beschouwt informatie over het (behaalde) rendement als relevant kenmerk voor de beoordeling van een ETF. De rendementen van diverse ETF's werden in grafieken weergegeven waaruit geen nauwkeurig rendement was af te lezen. In diverse factsheets was daarnaast geen informatie opgenomen over de wijze waarop het weergegeven rendement was samengesteld. Het werd bijvoorbeeld niet duidelijk of dit het rendement inclusief of exclusief herinvesteerde dividenden was.

In een aantal beoordeelde verkorte prospectussen werden verschillende indextrackers in een grafiek uitgezet tegen de AEX index. De ETF's in deze grafiek waren echter andere ETF's, dan de ETF's waarvoor

de financiële bijsluiter was opgesteld. Ook was de AEX index niet in alle gevallen de onderliggende index. De AFM beschouwt de prestatie van een ETF ten opzichte van de onderliggende index als relevant kenmerk van een belegging in ETF's, maar oordeelt dat enkel een zinvolle vergelijking van de prestaties van een ETF ten opzichte van de onderliggende index de duidelijkheid voor consumenten bevordert.

4.7 Risico-indicator

Conform artikel 52, eerste lid, BGfo dienen risico's in reclame-uitingen over ETF's inzichtelijk gemaakt te worden door de risico-indicator. Indien brochures en factsheets niet enkel informatief zijn, maar wervende elementen bevatten, kwalificeren deze als reclame-uiting en moet er dus een risico-indicator opgenomen worden. Deze ontbrak in een aantal van de beoordeelde informatiedocumenten.

4.8 Disclaimer

In een aantal beoordeelde informatiebronnen heeft de AFM een disclaimer gezien met daarin een tekst die er op wijst, dat de instelling niet aansprakelijk is voor onjuistheden in de informatieverstrekking. Dit is op grond van artikel 4.19, tweede lid, Wft, niet toegestaan, omdat in dit artikel is vastgelegd dat verstrekte informatie correct dient te zijn.