

ETN'S: BELOFTE MAAKT SCHULD

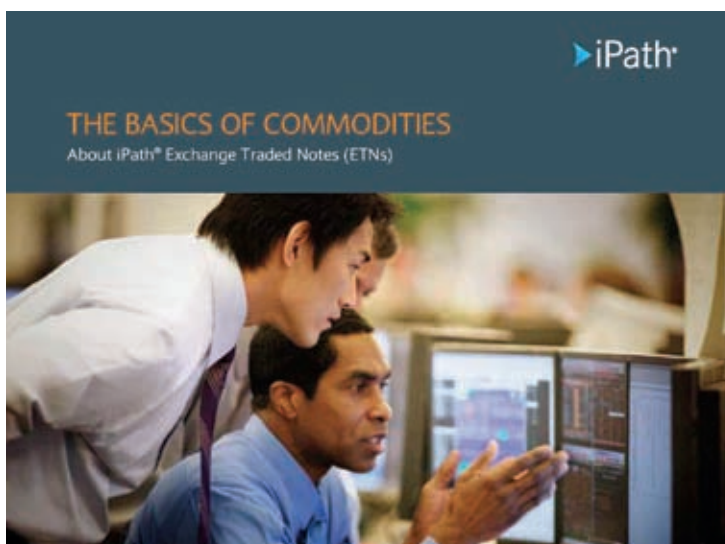
Exchange Traded Funds hebben een grote vlucht genomen. Zoals vaker bij succesvolle innovaties zijn er varianten ontstaan. Sommige hebben minder aantrekkelijke karakteristieken.

TEKST: RONALD VAN GENDEREN

Een Exchange Traded Fund (ETF) of tracker is in alle eenvoud een beleggingsfonds dat de ontwikkeling van een bepaalde index probeert te volgen door precies hetzelfde mandje effecten aan te kopen. De kracht zit hem in de eenvoud. Iedereen weet wat hij mag verwachten en voor het beheer van de portefeuille is geen dure fondsmanager en/of kostbaar onderzoekapparaat nodig. De kosten zijn daarom laag en de belegger weet wat hij krijgt: het rendement van de index min de kosten.

Door het succes van dit eenvoudige concept zijn de afgelopen jaren diverse varianten ontwikkeld op basis van dit principe. Eerst was daar al de 'swap-based' ETF. Niet de aankoop van het indexmandje, maar een derivatenconstructie zorgt voor het volgen van de ontwikkeling van de index. Daarnaast ontstonden ETF-varianten met leverage of waarmee de belegger short kan gaan op de index. Ook op de ETF zelf ontstonden varianten. Zij lijken weliswaar op ETF's, maar zijn dat niet. Een ETF is tegenwoordig verworden tot onderdeel van een bredere groep passief beheerde beleggingsproducten, Exchange Traded Products of ETP's.

Een van de producten die meelifte op het succes van ETF's is de Exchange Traded Note (ETN). Een ETN volgt net als een ETF een bepaalde index of een bepaald effect en is genoteerd aan een effectenbeurs. Dat zijn de



twee overeenkomsten, maar er is ook een belangrijk verschil. Een ETN is een schuldbewijs en beleggers lopen een kredietrisico. Barclays Bank Plc is de geestelijk vader van dit type instrument. De Engelse bank was met iShares al een pionier op het gebied van ETF's, maar is op het gebied van ETN's onder de merknaam iPath de absolute koploper.

Een ETN is geen normaal schuldinstrument, zoals een staatsobligatie. De note keert geen coupon uit. In plaats daarvan is het rendement van een ETN afhankelijk van de ontwikkeling van een marktindex of het waardeverloop van een bepaald effect of grondstof. Een ETN kan in die zin meer worden gezien als een gestructureerd product, zoals een garantieproduct, dan als een beleggingsfonds. Er zijn ook inderdaad ETN's geïntroduceerd die een bescherming van het ingelegde kapitaal beloven.

BELOFTE MAAKT SCHULD

Het doel van een ETN is het combineren van aspecten van een obligatie en een ETF. ETN's worden net als ETF's verhandeld op een beurs tijdens normale handelstijden. Een ETF volgt de index, omdat dezelfde effecten in bezit zijn. Een ETN volgt de index omdat de uitgevende instelling belooft om op de einddatum het nominale bedrag plus de waardeontwikkeling van de index terug te betalen. Een ETN is dus feitelijk gebaseerd op het vertrouwen van beleggers dat de uitgevende instelling aan het eind van de looptijd haar afspraken nakomt.

Toch volgt een ETN ook gedurende de looptijd de index vaak nauwgezet. Dit komt door het proces waarbij grote beleggers tussentijds hun stukken kunnen aanbieden aan, of extra stukken kunnen afnemen van de uitgevende instelling. Begint de ETN in koers af te wijken van de onderliggende waarde, dan zullen institutionele beleggers van dit verschil willen profiteren. Dit noemt men arbitrage en partijen zullen dit spelletje blijven spelen tot de prijsverschillen zijn verdwenen.

Zolang marktpartijen erop blijven vertrouwen dat de uitgevende instelling haar belofte nakomt, zal een ETN een index kunnen volgen. Aanbieders stellen zelfs dat een ETN vaak de index beter nabootst dan een ETF, oftewel dat de 'tracking error' lager is. Daarnaast kunnen met ETN's moeilijk toegankelijke en/of meer illiquide markten en effecten worden gevolgd dan met ETF's.