

## ETFs: koers- en liquiditeitsrisico

Martin van der Schans, Patrick Tuijp, Paul van 't Zelfde

### De werking van ETFs

Exchange Traded Funds (ETFs) zijn een financiële innovatie ontworpen om het beste van twee type beleggingsfondsen - *open-ended* of *mutual funds* en *closed-end funds* - te combineren. *Open-ended* fondsen kunnen maar één keer per dag worden verhandeld. Het verhandelen gebeurt einde dag tegen slotkoersen, maar gebeurt wel altijd tegen *fair value* (NAV). De transactie is direct met de beheerder van het fonds. Hierdoor is het aantal uitstaande aandelen in het fonds niet constant, maar verandert mee met vraag en aanbod. *Closed-end* fondsen daarentegen kennen een vast aantal uitstaande aandelen. Hierdoor kunnen ze doorlopend op een beurs verhandeld worden. Transacties vinden plaats met andere marktpartijen dan de fondsbeheerder. De belangrijkste beperking van *closed-end* funds is dat ze gedurende lange tijd tegen een premie of korting ten opzichte van *fair value* kunnen noteren – vergelijkbaar met het probleem dat nu aan ETFs wordt toegeschreven.

ETFs zijn ontworpen om het beste van deze twee fondstypen te combineren: ze moeten dus doorlopend verhandelbaar te zijn – net als *closed-end funds* – en ongeveer tegen *fair value* noteren, net als *open-end funds*. In essentie zijn ETFs een portefeuille die op een beurs wordt verhandeld. Net als aandelen kunnen “bestens-”, “limiet-” en “stop-loss”-orders worden gegeven en kunnen ze op *margin* gekocht worden, kunnen ze *short* worden verkocht en bestaan er vaak opties met de ETF als onderliggende.

De doorlopende verhandelbaarheid van een ETF tegen *fair value* wordt geborgd door een afspraak tussen de sponsor van de ETF en een *authorized partner*. De sponsor van de ETF is vaak een grote partij zoals Vanguard, BlackRock of State Street. De sponsor zet de ETF op. De *authorized partner* krijgt een privilege: hij mag de onderliggende portefeuille – bijvoorbeeld de S&P500 – aanleveren bij de sponsor in ruil voor aandelen in de ETF. Omgekeerd mag hij ETF-aandelen bij de sponsor inleveren in ruil voor de onderliggende portefeuille. Op deze manier kan de *authorized partner* profiteren van prijsverschillen tussen de ETF en de onderliggende portefeuille en daarmee onder zijn koop- en verkoopdruk de prijzen dichter naar elkaar drijven.

Het wordt duidelijk uit de opzet van een ETF dat de doorlopende verhandelbaarheid tegen *fair value* alleen daadwerkelijk geborgd is wanneer de *fair value* van de onderliggende portefeuille doorlopend en zeer exact bekend is bij de *authorized partner*. Wanneer dit namelijk niet het geval is kan de *authorized partner* niet risicovrij beide posities tegen elkaar uitruilen. ETFs zijn daarom ook het meest efficiënt voor liquide en grote markten met diepe orderboeken. Actieve benchmarks en benchmarks die beperkt liquide zijn, zijn daarom minder geschikt als onderliggende voor een ETF. Actieve benchmarks voldoen namelijk niet aan de voorwaarde dat de posities in de onderliggende portefeuille exact en continu bekend zijn, terwijl benchmarks met beperkte liquiditeit voor (een deel van) de onderliggende waarde niet voldoen aan de voorwaarde van continue beschikbaarheid van de *fair value* van de onderliggende benchmark.

### 24 augustus 2015

ETFs op normaal gesproken zeer liquide en diepe markten zoals de S&P500 kunnen sporadisch de voorwaarden voor efficiëntie zien wegvallen. Wanneer voor een deel van de onderliggende aandelen *circuit breakers* worden geactiveerd is een efficiënte prijsvorming moeilijk. Dit geldt voor zowel de S&P500

als de daarvan afgeleide ETF. Om toch bestens-orders te faciliteren kan de *authorized partner* significante veiligheidsmarges in zijn inschatting van de waarde van de onderliggende aandelen waarvoor de handel is stilgelegd. Dit is wat er in de ochtend van 24 augustus 2015 gebeurde. Zodra de handel in alle onderliggende aandelen weer is opgestart vindt er weer efficiënte prijsvorming plaats en wordt de waarde van de ETF weer gelijk aan de waarde van de onderliggende portefeuille.

Vooraleggers die tijdens de marktpaniek van 24 augustus 2015 bestens-orders ("tegen elke prijs"-orders) hebben gebruikt, hebben last gehad van de inefficiënte prijsvorming. Voor ETFs met een liquide en bekende onderliggende benchmark, zoals de S&P500, kunnen beleggers vaak zelf een inschatting maken van de waarde van de onderliggende portefeuille, bijvoorbeeld door ETF-prijzen te vergelijken met prijzen van futures die mogelijk nog wel verhandeld worden. Met deze inschatting kan de belegger een goed geïnformeerde limiet-order inleggen, in plaats van een bestens-order.

## **ETFs en liquiditeit**

ETFs bieden de belegger in normale tijden liquide en kostenefficiënte exposure naar belangrijke benchmarks. Bij liquiditeit van ETFs maken we onderscheid tussen de liquiditeit van de ETF-aandelen zelf en de liquiditeit van de onderliggende stukken. In het voorbeeld van 24 augustus 2015 was er geen handel meer in sommige van de onderliggende stukken, maar wel in de ETF. ETFs bieden echter niet altijd meer liquiditeit. Tijdens de Flash Crash van 6 mei 2010 daalde de liquiditeit van sommige S&P500 ETF-aandelen aanzienlijk. De daling was bovendien sterker dan de daling in de liquiditeit van de S&P500. Hoe de liquiditeit van ETF-aandelen en de liquiditeit van onderliggende stukken zich tot elkaar verhouden verschilt dus per situatie.

De door ETFs geboden liquiditeit leidt tot de vraag of ETFs koersbewegingen in de onderliggende index kunnen versterken. De index is namelijk makkelijk verhandelbaar via de ETF. Denk eraan wat er gebeurt als ETFs massaal worden verkocht, zoals tijdens de Flash Crash. De *authorized partner* zal in dat geval de onderliggende stukken verkopen. Dit leidt tot koersdruk op de onderliggende stukken. Het is echter denkbaar dat huidige ETF-beleggers zonder een ETF-markt zelf de onderliggende stukken zouden verkopen met soortgelijke koersdruk tot gevolg. In recent onderzoek lijkt er wel enige indicatie te zijn dat ETFs koersbewegingen versterken doordat zij meer liquide zijn dan de onderliggende stukken en dus nieuwe handel creëren. Gezien het voorbeeld van de Flash Crash waarin ETFs ineens veel minder liquide werden tijdens marktpaniek is het echter de vraag of dit altijd opgaat.

## **Samenvatting en conclusie**

ETFs combineren de goede eigenschappen van *open-end* en *closed-end* fondsen. ETFs bieden de belegger daarmee liquide en kostenefficiënte exposure naar belangrijke benchmarks. Deze liquiditeit kan ten tijden van marktpaniek echter een zeer hoge prijs met zich meebrengen waar beleggers zich bewust van moeten zijn. De bredere impact van ETFs op de onderliggende markten is nog onvoldoende onderzocht om definitieve conclusies aan te verbinden.