

Fysieke ETF's zonder tegenpartijrisico

De afgelopen jaren heeft het begrip tegenpartijrisico steeds meer aandacht gekregen in de financiële wereld. Dit ondanks het feit dat tegenpartijrisico al decennia bestaat. Het gevolg van deze aandacht was de kredietcrisis, en in het bijzonder de val van Lehman Brothers, die het effect van dit risico duidelijk blootlegde. In dit document zullen wij dieper ingaan op tegenpartijrisico's en tot slot de vraag beantwoorden of beleggers wel voldoende gecompenseerd worden wanneer ze blootgesteld worden aan deze vormen van dit risico.

Tegenpartijrisico ontstaat wanneer een beleggingsinstelling besluit om te werken met een swap of aandelen uitleent aan een derde partij¹. De reden dat dit tegenpartijrisico wordt genoemd, is omdat deze derde partij in gebreke kan blijven en hierdoor haar verplichtingen niet meer kan nakomen. Om dit risico te mitigeren wordt gebruik gemaakt van onderpand. Dit stelt de uitlener van de effecten in staat dit te gelde te kunnen maken zodra blijkt dat de lener niet meer in staat is aan haar verplichtingen te voldoen. Tegenpartijrisico is geen nieuw begrip in de financiële wereld. Echter sinds enkele jaren eist de Europese toezichthouder (ESMA), maar ook de Nederlandse toezichthouder (AFM) steeds meer transparantie op dit gebied, zodat de belegger zelf instaat wordt gesteld om het tegenpartijrisico te beoordelen.

Vormen van tegenpartijrisico

Bij sommige beleggingsproducten is tegenpartijrisico niet te vermijden en dient de belegger dit te accepteren wanneer er besloten wordt hierin te beleggen. Dit geldt ook voor sommige ETF's. Een ETF is een uitermate geschikt product om een bepaald marktrisico te verkrijgen. Het marktrisico laat zich eenvoudig omschrijven. Stel, u neemt een positie in een index waarbij het risico van de daling bewust genomen wordt om de kans van een stijging te krijgen. Dit marktrisico is precies wat u krijgt bij een fysiek gerepliceerde ETF. Hier worden de onderliggende effecten aangehouden op naam van het fonds en deze worden niet uitgeleend aan derden.

Er zijn echter maar weinig aanbieders die deze eenvoudige structuur hanteren bij de opzet van hun ETF's. De meeste aanbieders voegen naast dit marktrisico namelijk tegenpartijrisico toe². De twee bekendste vormen waardoor dit risico ontstaat zijn;

1. Synthetische replicatie

ETF's die gebruik maken van synthetische replicatie volgen de index middels een swapovereenkomst (ruilovereenkomst). Dit is een overeenkomst tussen partijen tot uitwisseling van de periodieke kasstromen over een afgesproken tijdhorizon. Binnen synthetische replicatie is er een onderscheid te maken tussen twee swapmodellen; het unfunded swap-model en funded swap-model. In beide modellen wordt onder de UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) wetgeving het onderpand regelmatig geherwaardeerd. Ook moet volgens deze wetgeving het tegenpartijrisico beperkt zijn tot 10% van de totale waarde van de ETF. Dit wil zeggen dat 90% van de waarde gedekt is door onderpand. In de praktijk houden synthetische ETF aanbieders er vaak strengere eisen op na waardoor het tegenpartijrisico lager is. Hiertegenover wordt meer onderpand aangehouden dat vervolgens regelmatig opnieuw wordt gewaardeerd.

¹ Bron: AFM, onderzoeksrapport indextrackers.

² Bron: Morningstar: Securities lending in physical replication ETFs: A review of providers' practices.

2. Securities lending

Naast synthetische replicatie is er nog een andere techniek die tegenpartijrisico kan introduceren en vaak wordt toegepast door aanbieders van fysiek gerepliceerde ETF's, namelijk securities lending. Onder securities lending (of in het Nederlands 'effecten uitleen') wordt verstaan het tijdelijk uitleenen van de onderliggende effecten van de ETF aan een derde partij.

De belangrijkste reden voor deze activiteit is om dividend inefficiënties, voortkomend uit ingehouden bronbelasting, te reduceren. Zodra een ETF namelijk niet het volledige (bruto) dividend kan ontvangen dan kan dit aandeel (en het juridisch eigendom) tijdelijk worden overdragen aan een derde partij die dit wel kan. Vervolgens worden de inkomsten (het verschil tussen bruto en netto dividend) in een bepaalde verhouding gedeeld. Door deze techniek ontstaat eveneens een tegenpartijrisico aangezien de partij die de effecten heeft geleend mogelijk niet kan voldoen aan haar verplichting tot teruggave van de geleende stukken op de afgesproken datum, of wanneer de uitlenende partij daarom vraagt. Om dit risico te reduceren wordt er ook bij deze transactie onderpand overgedragen, die veelal de waarde van de uitgeleende effecten overstijgt. Desondanks creëert deze transactie tegenpartijrisico waarbij u als beleggers het volledige risico loopt terwijl de opbrengsten u in veel gevallen niet volledig toekomen als bezitter van de ETF. De opbrengsten van securities lending worden vaak in een bepaalde verhouding gedeeld tussen de beleggers (via de ETF) en de uitgevende instelling. Deze techniek zorgt dus voor een scheve risico-rendementsverhouding voor u als belegger.

Soms is tegenpartijrisico niet te vermijden.

In sommige gevallen is het onmogelijk om efficiënt toegang te krijgen tot bepaalde markten of exposures. Denk hierbij aan het beleggen in bepaalde grondstoffen of exotische markten waarbij het fysiek aanschaffen van de stukken vrijwel onmogelijk is, of erg kostbaar vanwege beperkte liquiditeit. In deze gevallen biedt een synthetische ETF uitkomst en kan dit risico aanvaardbaar zijn voor sommige beleggers, zeker als de uitgevende instelling er strenge eisen met betrekking tot het onderpand op nahoud.

Daarnaast voegt securities lending in bepaalde mate ook waarde toe omdat dit een positieve bijdrage levert aan het rendement van de ETF. Wel moet hier duidelijk gekeken worden naar de reden om aandelen uit te lenen. Als dit gebeurt om dividend inefficiënties te voorkomen dan kan beter gekeken worden naar een ETF die via haar fiscale structuur dividend efficiënt kan doorgeven. Daarnaast is het ook belangrijk om te kijken naar de hoogte van de inkomsten uit securities lending, want hoe hoger deze inkomsten zijn, hoe groter over het algemeen het risico.

Think ETF's

Alle Think ETF's kennen fysieke replicatie waarbij onderliggende effecten niet worden uitgeleend. Hiermee vermijden wij bewust tegenpartijrisico. Wij zijn van mening dat dit de meest veilige en eerlijke methode is voor onze beleggers, daarnaast zorgt onze fiscaal efficiënte structuur er ook voor dat wij geen extra inkomsten hoeven te genereren om onze benchmarks goed te volgen.