

## Onderzoek Indextrackers 2012

Bevindingen en aanbevelingen



## **Autoriteit Financiële Markten**

---

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

## Inhoudsopgave

---

1.	Inleiding	4
2.	Het onderzoek	5
	2.1 <i>De theoretische verkenning</i>	5
	2.2 <i>De producttoetsingen</i>	5
	2.3 <i>Inhoud van het toetsingskader</i>	6
3.	De bevindingen	7
	3.1 <i>De begrijpelijkheid van productstructuren</i>	7
	3.2 <i>De begrijpelijkheid van informatieverstrekking</i>	8
	3.3 <i>Prestatie-indicatoren</i>	10
	3.4 <i>Een afwijkend en / of onduidelijk beleggingsbeleid</i>	10
	3.5 <i>Securities lending</i>	11
4.	Wat verwacht de AFM van de markt?	12

## 1. Inleiding

---

Vanaf september 2011 tot en met mei 2012 heeft de AFM een onderzoek uitgevoerd naar indextrackers. Dit rapport is bedoeld om marktpartijen te informeren over de bevindingen en aanbevelingen die hieruit zijn voortgekomen.

Het onderzoek is een vervolg op het onderzoek van de AFM in 2010 naar de kwaliteit van informatieverstrekking over indextrackers. Het geeft daarnaast verdere invulling aan de leidraad 'Actief en passief beleggen in het belang van de klant' die de AFM in oktober 2011 heeft gepubliceerd. In deze leidraad is ondermeer opgenomen dat ook bij het aanbieden van passieve producten het klantbelang centraal zou moeten staan. Dit betekent volgens de AFM dat alleen beleggingsproducten aan particuliere beleggers aangeboden zouden moeten worden die waarde toevoegen voor deze beleggers.

Onder 'indextracker' wordt in dit rapport een open-end beursgenoteerd beleggingsfonds verstaan, waarvan het doel het volgen van een index is. Vaak worden indextrackers 'Exchange Traded Funds' (ETF's) genoemd. Een 'ETF' is vertaald in het Nederlands een 'beursgenoteerde beleggingsinstelling'. Ook fondsen met een ander doel dan het volgen van een index kunnen daarom worden aangeduid als ETF. Dit rapport betreft echter alleen de ETF's die erop gericht zijn het rendement van een index te repliceren. Om verwarring te voorkomen zal daarom in dit rapport alleen gesproken worden over 'indextrackers', of 'trackers'. Ook overige 'Exchange Traded Products' (ETP's), zoals 'Exchange Traded Notes' (ETN's), zijn buiten beschouwing gelaten.

In het onderzoek is voornamelijk getoetst in hoeverre indextrackers begrijpelijk zijn voor consumenten. Met 'de consument' wordt in dit rapport de gemiddelde particuliere belegger bedoeld. De AFM vindt dat aanbieders geen producten aan consumenten moeten aanbieden die niet begrijpelijk zijn. Wanneer consumenten producten aanschaffen die zij niet begrijpen bestaat er namelijk een grote kans op teleurstelling achteraf, bijvoorbeeld omdat de rendementen of kosten tegenvallen. Als consumenten de risico's van een product c.q. de productstructuur vooraf onvoldoende kunnen inschatten, kan dit resulteren in onverwacht vermogensverlies wanneer één van de risico's zich voordoet.

De belangrijkste bevinding uit het onderzoek is dat een aantal soorten indextrackers zo complex is, dat deze niet of lastig te begrijpen zijn voor de consument. Dit zijn producten waarvan de AFM vindt dat ze niet aangeboden moeten worden aan consumenten of alleen aangeboden moeten worden aan consumenten met tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder. Een voorwaarde hierbij is dat dit een goede adviseur moet zijn, die op basis van de beschikbare productinformatie in staat is om te kunnen oordelen over de passendheid van een product voor zijn klanten. In dat licht heeft de AFM geconstateerd dat de informatie over indextrackers niet altijd toereikend is om de werking en risico's van een product te kunnen begrijpen, ook niet voor adviseurs en vermogensbeheerders. Om dergelijke producten zonder tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder aan de gemiddelde particuliere belegger aan te bieden, zullen er eerst inspanningen verricht moeten worden om de producten voldoende begrijpelijk te maken.

Allereerst wordt in dit rapport het onderzoek toegelicht, daarna zijn de bevindingen opgenomen. Het laatste hoofdstuk bevat de aanbevelingen van de AFM.

## 2. Het onderzoek

---

Het onderzoek is gestart met een theoretische verkenning, vervolgens is een aantal producten beoordeeld. Omdat dit rapport bedoeld is om te informeren over de bevindingen en de aanbevelingen die zijn voortgekomen uit het onderzoek, wordt de inhoud van de theoretische verkenning alleen op hoofdlijnen beschreven. Er is daarom geen beschrijving opgenomen van de werking van de verschillende producten en productkenmerken.

### 2.1 De theoretische verkenning

In de theoretische verkenning is de werking van de verschillende productstructuren in kaart gebracht. Hierbij is onderscheid gemaakt tussen fysieke en synthetische trackers.

Met een *fysieke tracker* wordt een tracker bedoeld die de stukken uit de gevolgde index aankoopt om zo een rendement te genereren dat gelijk is aan dat van de index. Wanneer de samenstelling één op één correspondeert met de onderliggende index wordt gesproken van *volledige replicatie*. Wanneer de samenstelling van de indextracker en de gevolgde index niet volledig corresponderen wordt gesproken van *sampling*.

Met een *synthetische tracker* wordt een tracker bedoeld die de rendementen van de onderliggende index repliceert door het aangaan van een 'swapovereenkomst'. De swapovereenkomst kan worden aangegaan met één of meerdere tegenpartijen. Met de tegenpartij wordt de afspraak gemaakt dat zij het rendement levert van de gevolgde index. Op deze manier wordt geborgd dat de index gevolgd wordt zonder dat de onderliggende waarden van de gevolgde index worden aangekocht. De tegenpartij verlangt hiervoor uiteraard een vergoeding. Deze vergoeding kan op twee manieren tot stand komen. Wanneer de vergoeding een betaling is in de vorm van geld, wordt gesproken van een *funded swapstructuur*. Kenmerkend voor deze structuur is dat de tegenpartij niet alleen het rendement van de gevolgde index levert, maar ook een onderpand voor de ontvangen betaling van de indextracker. De vergoeding kan ook een betaling zijn in de vorm van het rendement op de effecten die in het bezit zijn van de indextracker. Dit rendement wordt dan als het ware geruild tegen het door de tegenpartij geleverde rendement van de gevolgde index. Deze constructie wordt de *unfunded swapstructuur* genoemd. Hier dient opgemerkt te worden dat bovenstaande beschrijving van de swapstructuren sterk vereenvoudigd is.

Naast de bovengenoemde productstructuren is ook aandacht besteed aan *trackers met een hefboom*, en trackers waarbij getracht wordt een rendement te behalen dat tegenovergesteld is aan de index, de *'inverse tracker'*. Deze soorten indextrackers kunnen zowel fysiek als synthetisch zijn samengesteld.

Nadat de werking van de verschillende productstructuren in kaart is gebracht, zijn in de theoretische verkenning ook de productrisico's en verschillende soorten kosten van indextrackers geïnventariseerd. Ook zijn de mogelijke oorzaken waardoor een tracker kan gaan afwijken van de gevolgde index vastgelegd en is er een analyse gemaakt van de verschillende methoden om een index samen te stellen. Vervolgens zijn de mogelijke behoeftes van consumenten waarin een tracker kan voorzien geïnventariseerd en is de huidige markt in kaart gebracht.

### 2.2 De producttoetsingen

Na het opstellen van het theoretisch kader is een aantal producten onderzocht om de werking en risico's hiervan te doorgronden. Om de werking en risico's van de producten te doorgronden is een toetsingskader opgesteld. Het toetsingskader bevat vragen over de (mogelijk) relevante kenmerken

van indextrackers. Als basis hiervoor is het theoretisch kader gebruikt en is tevens aansluiting gezocht bij de criteria 'kostenefficiëntie', 'nut', 'veiligheid' en 'begrijpelijkheid' ('de KNVB-criteria'). Om de producten te beoordelen aan de hand van het toetsingskader is van elke tracker het prospectus, de EBI (of het verkort prospectus), de meest recente factsheet, het halfjaarverslag en jaarverslag, de informatie op de website van de aanbieder en, indien beschikbaar, de productbrochure, geraadpleegd. Het geheel aan in de praktijk beschikbare openbare informatie is derhalve als uitgangspunt genomen en betreft zowel verplicht als onverplicht te verstrekken precontractuele informatie.

### **De KNVB-criteria**

De AFM gebruikt de KNVB-criteria als referentiekader om te bepalen in welke mate aanbieders van producten het klantbelang centraal stellen bij de ontwikkeling van hun producten. Voor adviseurs en vermogensbeheerders geldt dat de criteria hen kunnen helpen bij het selecteren van de passende producten voor hun klanten. Aanbieders van execution only dienstverlening kunnen deze criteria gebruiken bij de selectie van producten die geschikt zijn om aan te bieden via dit kanaal.

Volgens de AFM geldt voor producten die het klantbelang dienen dat deze producten waar bieden voor hun geld, invulling geven aan de behoefte van de consument, doen wat ze beogen te doen en begrijpelijk zijn. De kernvragen die hieruit voortvloeien, zijn:

Kostenefficiëntie	<i>Biedt de propositie waar voor zijn geld?</i>
Nut	<i>Geeft de propositie invulling aan een gefundeerde behoefte van een doelgroep?</i>
Veiligheid	<i>Doet de propositie wat ze beoogt in allerlei omstandigheden en is de uitkomst dan acceptabel voor de doelgroep?</i>
Begrijpelijkheid	<i>Is de propositie niet onnodig ingewikkeld en kan de consument de kwaliteit en passendheid goed beoordelen?</i>

Dit onderzoek heeft zich specifiek gericht op de begrijpelijkheid van indextrackers. De overige criteria zijn zijdelings meegenomen. Mogelijk zal de AFM in de toekomst nader onderzoek verrichten naar de mate waarin indextrackers voldoen aan de overige criteria.

### **2.3 Inhoud van het toetsingskader**

Het toetsingskader is erop gericht de werking van indextrackers te doorgronden en bestaat uit circa 100 vragen over diverse onderwerpen. Aan de hand van het toetsingskader heeft de AFM geoordeeld over de begrijpelijkheid van indextrackers. De begrijpelijkheid is beoordeeld aan de hand van de complexiteit van de productstructuren, de inspanning die nodig is om de werking van een product te doorgronden en de toereikendheid van de informatie over de producten. De vragen zijn geclusterd per onderwerp. Hieronder zijn enkele voorbeelden opgenomen:

- Hoe is de tracker gestructureerd?  
*Er is geoordeeld over de complexiteit van de structuur van een tracker en de inspanning die het kost om de werking van een product te doorgronden. Ook is gekeken naar de manier waarop de onderliggende index is samengesteld. Bij synthetische trackers is daarnaast een inventarisatie gemaakt van de relevante kenmerken van de swapovereenkomst.*
- Hoe goed wordt de index gevolgd?  
*Van de beoordeelde trackers zijn de hoogte van de 'tracking difference' en de 'tracking error' bepaald. Dit zijn prestatie-indicatoren aan de hand waarvan kan worden bepaald hoe goed een indextracker erin slaagt om een index te volgen.*
- In hoeverre komt het beleggingsbeleid van de tracker overeen met het beleid van de index?

*De verschillen in bijvoorbeeld het herbalanceringsbeleid en het dividendbeleid zijn geïnventariseerd.*

- Hoe hoog zijn de kosten?  
*De kosten zijn inzichtelijk gemaakt aan de hand van de kosten voor het aanhouden van een tracker: de 'total expense ratio' (TER). Ook is gekeken naar de kosten voor de aan- en verkoop van de tracker: de 'bied/laat spread'.*
- Worden de onderliggende waarden van de tracker uitgeleend?  
*Om extra inkomsten te genereren worden de onderliggende stukken van een tracker tegen betaling uitgeleend. In ruil daarvoor wordt een onderpand verkregen. Dergelijke effectenuitleentransacties noemen we 'securities lending'. Er is gekeken naar het beleid dat gehanteerd wordt, met welke tegenpartij(en) de transacties worden aangegaan en de wijze waarop de inkomsten van securities lending worden verdeeld.*

### **3. De bevindingen**

---

In het onderzoek heeft de AFM zich een oordeel gevormd over de begrijpelijkheid van indextrackers. De AFM heeft niet geoordeeld over de kwaliteit van de producten zelf. Dit betekent bijvoorbeeld dat een product waar kan bieden voor zijn geld of in een behoefte kan voorzien, maar onvoldoende kan scoren op de norm voor 'begripelijkheid'. Hieronder worden de belangrijkste bevindingen weergegeven. Dit betreft geen limitatieve opsomming.

#### **3.1 De begrijpelijkheid van productstructuren**

Een voorbeeld van een begrijpelijk product is een eenvoudige indextracker. Dit is een volledig fysieke indextracker, die één (bekende) index volgt en geen onderliggende stukken uitleent of andere optimalisatiestrategieën gebruikt. Een eenvoudige tracker is op basis van duidelijke informatieverstrekking voor elke consument te begrijpen.

Een belangrijke bevinding die zowel voortkomt uit de producttoetsingen als uit het theoretisch kader, is dat de structuur van een aantal soorten trackers erg complex is waardoor deze producten niet, of moeilijk te begrijpen zijn voor een consument. Dit zijn producten waarvan de AFM vindt dat ze niet aangeboden moeten worden aan consumenten of alleen aangeboden moeten worden aan consumenten met tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder. Een voorwaarde hierbij is dat dit een goede adviseur moet zijn, die op basis van de beschikbare productinformatie in staat is om te kunnen oordelen over de passendheid van een product voor zijn klanten. In dat licht heeft de AFM geconstateerd dat de informatie over indextrackers niet altijd toereikend is om de werking en risico's van een product te kunnen begrijpen, ook niet voor adviseurs en vermogensbeheerders. Om dergelijke producten zonder tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder aan de gemiddelde particuliere belegger aan te bieden, zullen er eerst inspanningen verricht moeten worden om de producten voldoende begrijpelijk te maken.

In deze paragraaf zijn de bevindingen van de AFM betreffende complexe productstructuren weergegeven.

### ***Synthetische indextrackers***

De AFM heeft van alle in het onderzoek betrokken aanbieders één of meer synthetische tracker(s) beoordeeld. Hierbij is vooral gekeken naar de structuur van deze trackers. De conclusie hiervan is dat voor alle beoordeelde producten geldt dat de constructies bijzonder ingewikkeld zijn en het risicoprofiel danig afwijkt van fysieke indextrackers. De oorzaken van het afwijkende risicoprofiel zijn vooral het verhoogde tegenpartijrisico en de afhankelijkheid van (de kwaliteit van) het onderpand van de swapovereenkomst. Een vereenvoudigde weergave van de structuur is al zodanig complex dat van een consument niet verwacht kan worden dat hij de werking en de mogelijke risico's kan doorgronden. Zeker wanneer in ogenschouw wordt genomen dat indextrackers vaak als een eenvoudig en goedkoop alternatief voor actieve beleggingsfondsen worden gepresenteerd, creëert dit een groot risico op 'misselling'.

Synthetische indextrackers worden ook gebruikt om specifiek een bepaalde blootstelling te creëren op minder liquide markten. Wanneer aanbieders beleggers de mogelijkheid willen blijven aanbieden om blootstelling aan bepaalde illiquide markten te verkrijgen, dan is de AFM van mening dat een aanbieder ook dient te onderzoeken of er geschiktere alternatieve producten beschikbaar zijn die niet onder de noemer 'indextracker' vallen. Ditzelfde geldt voor adviseurs, vermogensbeheerders en aanbieders van execution only dienstverlening bij de selectie van indextrackers die geschikt zijn voor hun klanten, danwel passen bij de behoeften van hun klanten.

### ***Trackers met een hefboom en/of inverse trackers***

Een aantal onderzochte synthetische indextrackers volgt een index waarin een hefboom, een inverse structuur of een actieve strategie is ingebouwd. De hefboom of inverse werking kan niet alleen in de index, maar ook in een (fysieke) tracker worden ingebouwd. Voor beleggers is de exacte werking van een dergelijke index(tracker) doorgaans zeer moeilijk te doorgronden. Omdat de werking van deze trackers afwijkt van een 'reguliere' tracker is het daarnaast moeilijk voor consumenten om het koersverloop in te schatten.

In de informatie over deze soorten trackers wordt er onvoldoende onderscheid gemaakt tussen de productkenmerken van deze trackers en eenvoudige indextrackers. Dit onderscheid is van belang om consumenten in staat te stellen om vooraf een goede risico-inschatting te maken. Een belangrijk doel moet hierbij zijn om consumenten zich beter te laten realiseren dat zij hier beleggen in zeer speculatieve producten, waarbij het duidelijk moet zijn dat trackers met een hefboom en /of inverse trackers doorgaans niet bedoeld zijn om voor lange termijn aan te houden. Het is daarom ook van belang dat de productpresentatie geen verwarring scheidt bij beleggers die indextrackers hanteren als een gespreide lange termijn belegging.

### ***Fysieke indextrackers met optimalisatie of sampling***

Bij het repliceren van een index wordt door diverse aanbieders gebruik gemaakt van optimalisatie of sampling. Deze technieken kunnen bijvoorbeeld gebruikt worden om een specifieke strategie te volgen om de index te repliceren. Dergelijke technieken kunnen risico's met zich meebrengen, zoals een verhoogd concentratierisico. Ook securities lending kan de complexiteit en het risico van een fysieke tracker sterk vergroten, omdat er door securities lending tegenpartijrisico ontstaat. Hierdoor kunnen fysieke trackers waarbij wordt geoptimaliseerd, gesampled, en/of onderliggende waarden worden uitgeleend, lastiger of niet te begrijpen zijn voor de consument. De AFM is daarom van mening dat wanneer gebruik wordt gemaakt van deze technieken er op de aanbieder of adviseur een extra inspanningsverplichting rust om consumenten op een duidelijke wijze te informeren over de risico's.

## **3.2 De begrijpelijkheid van informatieverstrekking**

De beschikbare informatie over een indextracker dient duidelijk te zijn en zodoende een consument in staat te stellen om de werking en de risico's goed genoeg te kunnen begrijpen om de kwaliteit en de



passendheid van een indextracker te kunnen beoordelen. De bevindingen met betrekking tot de kwaliteit van de informatieverstrekking worden in deze paragraaf weergegeven.

#### ***De informatie is niet volledig of moeilijk vindbaar***

Om de producten te beoordelen aan de hand van het toetsingskader is van elke tracker het prospectus, de EBI (of het verkort prospectus), de meest recente factsheet, het halfjaarverslag en jaarverslag, de informatie op de website van de aanbieder en, indien beschikbaar, de productbrochure, geraadpleegd. Het geheel aan in de praktijk beschikbare openbare informatie is derhalve als uitgangspunt genomen en betreft zowel verplicht als onverplicht te verstrekken precontractuele informatie. Een belangrijke bevinding is dat bij meerdere producttoetsingen is gebleken dat niet alle in het toetsingskader opgenomen vragen te beantwoorden waren aan de hand van de beschikbare informatie. Dit omdat de informatie niet altijd compleet en /of volledig was en daarmee geen duidelijk beeld gaf van de werking en de risico's van een tracker. Uit de informatie van een aantal trackers was bijvoorbeeld niet op te maken met welke tegenpartij de swapovereenkomst was afgesloten. Ook was bij meerdere trackers niet duidelijk of de performance van de indextracker werd weergegeven op basis van de intrinsieke waarde van het fonds of op basis van de beurskoers van het fonds.

De informatie over een aantal producten bood onvoldoende inzicht in de gevolgde index. Dit inzicht is van belang om een goede risico-inschatting te kunnen maken, bijvoorbeeld een inschatting van het concentratierisico. De methodologie van de index werd vaak niet toegelicht of er was alleen een verwijzing opgenomen naar de algemene website van bijvoorbeeld NYSE Euronext. Vaak ontbrak een verwijzing naar de exacte vindplaats van informatie over de gebruikte benchmark.

Het beleggingsbeleid en de bijbehorende risico's, zoals risico's die voortkomen uit de swapconstructie en securities lending, werden vaak alleen toegelicht in het volledige prospectus, maar ontbraken op meer prominente plaatsen in de informatieverstrekking, zoals in de factsheets of op de productpagina op de website.

#### ***De kosten zijn niet duidelijk***

Uit de toetsingen is gebleken dat het niet altijd helder is welke kosten voor het aanhouden van een tracker in rekening worden gebracht. Uit het onderzoek is ook gebleken dat niet alle kosten voor het aanhouden van een tracker opgenomen zijn in de total expense ratio (TER). Als aanvulling op de productbeoordelingen zijn meerdere trackers die op papier exact dezelfde index volgen en een gelijke TER hebben met elkaar vergeleken. Deze producten lieten een verschillend koersverloop zien. Dit betekent dat er naar alle waarschijnlijkheid nog andere kosten in rekening worden gebracht die niet waren opgenomen in de productinformatie.

Ook de invloed van dividendbelasting op de kosten en het rendement is niet altijd helder. De hoogte van de belasting en de mate waarin dividendbelasting teruggevraagd kan worden is afhankelijk van diverse factoren, zoals het belastingregime in het vestigingsland van de tracker. Niet altijd bleek uit de productinformatie wat de impact is van de te betalen en de (eventuele) terug te vragen dividendbelasting op de totale kosten voor de Nederlandse consument.

#### ***Het soort indextracker is niet helder***

Niet bij elke onderzochte tracker bleek uit de afzonderlijke informatiebronnen wat voor soort tracker het betrof. De praktijk leert dat diverse productvarianten worden verkocht onder de noemer 'indextracker' of 'ETF'. Ook beleggingsproducten met een geheel andere structuur en risicoprofiel, worden soms aangeduid als 'indextracker'. Het risico bestaat dat consumenten daardoor onjuiste verwachtingen hebben bij producten met een andere doelstelling die onder de naam 'indextracker' of 'ETF' verkocht worden. Het feit dat uit de naamgeving van de producten meestal niet is af te leiden of het een synthetische of fysieke tracker betreft, kan ook bijdragen aan een onjuiste risicoperceptie.

### 3.3 Prestatie-indicatoren

De tracking error geeft de mate van beweeglijkheid van het verschil tussen het rendement van de indextracker en het rendement van de index weer en wordt berekend op basis van standaarddeviatie. Hoe groter de tracking error, hoe groter het risico dat het rendement van de tracker afwijkt van het rendement van de index. De tracking difference is het absolute verschil tussen het rendement van de index en de indextracker.

In de informatieverstrekking van de beoordeelde producten werden de begrippen 'tracking error' en 'tracking difference' doorgaans niet of onvoldoende toegelicht en werd geen doelstelling voor de hoogte van beide prestatie-indicatoren weergegeven. Ook werden de oorzaken van tracking error en tracking difference (anders dan kosten), zoals een afwijkend dividendbeleid, vaak niet genoemd in de productinformatie.

De AFM is van mening dat tracking error moeilijk is te interpreteren voor consumenten. Daarnaast is de tracking error van verschillende indextrackers door de verschillende berekenmethodes niet altijd goed vergelijkbaar. Tracking error is daarom niet voor elke consument een duidelijke prestatie-indicator. Tracking difference, daarentegen, is een prestatie-indicator die eenvoudig te berekenen is en daardoor beter te begrijpen is voor consumenten. Uit het onderzoek is echter gebleken dat de tracking difference vrijwel nooit in de productinformatie wordt opgenomen. Productaanbieders vermelden vaker de tracking error, maar ook hiervoor geldt dat tijdens de toetsingen is gebleken dat er niet voor elk product een tracking error wordt weergegeven. Als de tracking error wel wordt weergegeven, bleek deze moeilijk te vinden te zijn in de productinformatie, omdat deze meestal alleen is opgenomen in het jaarverslag en niet op meer prominente plaatsen in de informatieverstrekking, zoals de factsheet en de website. Vaak ontbrak daarnaast informatie over de periode waarover de tracking error was gemeten.

De regelgeving schrijft geen methode voor om de tracking error en tracking difference te berekenen. Het gevolg hiervan is dat de deze prestatie-indicatoren op verschillende manieren kunnen worden berekend. Voor beleggers is het relevant om te weten over welke periode de tracking error of tracking difference wordt gemeten. Een berekening op dagbasis is doorgaans namelijk hoger dan bijvoorbeeld een berekening op maandbasis. Voor beleggers met een korte beleggingshorizon, enkele dagen tot enkele weken, is de tracking error een relevante prestatie-indicator, omdat deze meer ziet op de korte termijn beweeglijkheid. Voor beleggers met een langere beleggingshorizon, één tot meerdere jaren, heeft de tracking difference juist meer waarde.

### 3.4 Een afwijkend en / of onduidelijk beleggingsbeleid

Ook wanneer niet duidelijk geïnformeerd wordt over het beleggingsbeleid van een indextracker kan de werking van een product lastig of niet te begrijpen zijn.

#### ***Het beleid van de tracker wijkt af van het beleid van de index***

Wanneer een indextracker niet hetzelfde beleggingsbeleid hanteert als de onderliggende index, betekent dit het rendement van de tracker kan gaan afwijken van het rendement van de index. Ditzelfde geldt wanneer er verschillend herbalancerings- of dividendbeleid wordt gehanteerd. Wanneer het beleid van de tracker niet gelijk is aan het beleid van de gevolgde index betekent dit ook dat consumenten de werking van de tracker niet rechtstreeks kunnen vergelijken met de onderliggende index. Uit de beoordelingen is gebleken dat de verschillen in beleid lastig te vinden zijn in de productinformatie en hier niet duidelijk over geïnformeerd wordt. Bij een aantal producttoetsingen

werd op basis van de beschikbare informatie in zijn geheel niet duidelijk of er verschillen in het beleid waren.

#### ***Het beleggingsbeleid is te ruim geformuleerd***

Vaak is het beleggingsbeleid in het prospectus zo ruim geformuleerd dat alle opties worden opengehouden. Op grond hiervan kunnen consumenten geen goede inschatting maken van de werking en de risico's van het product. Op basis van een te ruim beleid kunnen de werking en het risico sterk variëren, wat ook gevolgen heeft voor zittende beleggers. Een te ruim beleid is daarom onwenselijk. In het beleid van één van de beoordeelde fysieke trackers was bijvoorbeeld opgenomen dat er ook met derivaten gewerkt mocht worden. Een ander voorbeeld is dat in het beleid van een synthetische tracker stond dat de swapovereenkomst doorgaans aangegaan werd met de eigen investeringsbank, maar dat deze ook met andere partijen mocht worden afgesloten. Vervolgens werd niet duidelijk wie de tegenpartij was. Daarnaast was in het beleid van enkele trackers opgenomen dat alle stukken uitgeleend mochten worden en alle soorten effecten als onderpand werden geaccepteerd, maar werd uit de actuele informatie niet duidelijk wat er in de praktijk gebeurde. Er was daardoor niet op te maken hoeveel er werd uitgeleend en welk onderpand daarvoor was verkregen.

#### ***Er is geen beleid geformuleerd voor tegenpartijselectie en onderpand***

Uit de beoordeelde informatie bleek in de meeste gevallen niet of er beleid was geformuleerd voor de selectie van tegenpartijen. Zo werd niet duidelijk hoe de tegenpartijen voor de swapovereenkomst werden geselecteerd en of er bijvoorbeeld vereisten waren vastgelegd voor de minimale rating van de tegenpartij(en). Ook bleek niet of er onderhandeld werd met meerdere partijen over de prijs van de swap. Hetzelfde geldt voor de selectie van tegenpartijen voor securities lending. Ook hierover was doorgaans geen informatie beschikbaar.

Op basis van zowel de producttoetsingen als de theoretische verkenning blijkt dat de samenstelling van het onderpand dat verkregen wordt bij securities lending meestal afwijkt van de samenstelling van de gevolgde index. In de informatie over de getoetste producten is alleen informatie gevonden over het soort effecten dat geaccepteerd wordt als onderpand. Er is geen beleid gevonden ten aanzien van de samenstelling, de minimale rating van de uitgevende instelling of de liquiditeit van de stukken. Dit betekent dat beleggers in een 'default scenario' worden blootgesteld aan een belegging die sterk kan afwijken van de gevolgde index.

### **3.5 Securities lending**

In het onderzoek is securities lending bij fysieke trackers beoordeeld. Hieruit is ondermeer gebleken dat een groot gedeelte van de inkomsten uit securities lending niet terugvloeit naar de houders van de rechten van deelneming in de beleggingsinstelling, maar naar de fondsbeheerder. De AFM heeft in eerdere instanties al aangegeven dat het in geen geval zo kan zijn dat het risico van securities lending bij de belegger wordt ondergebracht, terwijl de inkomsten in disproportionele mate naar de fondsbeheerder gaan. In de informatie van de beoordeelde producten werd niet aangegeven hoe de gehanteerde verhouding tot stand komt. De AFM begrijpt dat de partijen die betrokken zijn bij securities lending een vergoeding dienen te ontvangen voor de kosten die zij hierbij maken. Welke beloning voor de fondsbeheerder acceptabel is kan de AFM op dit moment niet aangeven. Als uitgangspunt geldt echter wel dat wanneer het risico hoofdzakelijk door de belegger wordt gelopen, de compensatie hiervoor ook hoofdzakelijk naar de belegger dient te gaan.

Het standpunt van de AFM betreffende securities lending is niet alleen van toepassing op indextrackers. Ditzelfde standpunt is bij eerdere onderzoeken ook aan overige aanbieders van beleggingsinstellingen (niet kwalificerend als indextracker) gecommuniceerd.

## 4. Wat verwacht de AFM van de markt?

---

De AFM verwacht van aanbieders dat zij aan de hand van de bevindingen en aanbevelingen in dit rapport zowel hun huidige productaanbod als de beschikbare productinformatie zullen beoordelen en indien nodig zullen aanpassen. Het is de bedoeling van de AFM dat aanbieders deze aanbevelingen gebruiken wanneer zij producten samenstellen of aanbieden aan consumenten in Nederland. De aanbevelingen ten aanzien van informatieverstrekking zijn geen aanvulling op de wet- en regelgeving, maar uiteraard is op alle door de aanbieder verstrekte of beschikbaar gestelde informatie wel de relevante wet- en regelgeving van toepassing, zoals het vereiste dat informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn (artikel 4:19 van de Wet op het financieel toezicht). Dit geldt zowel voor informatie die verplicht aan de consument moet worden verstrekt als voor informatie die onverplicht aan de consument wordt verstrekt.

Voor adviseurs en vermogensbeheerders geldt dat de aanbevelingen hen kunnen helpen bij het selecteren van geschikte en passende producten voor hun klanten. Aanbieders van execution only dienstverlening kunnen deze aanbevelingen gebruiken bij de selectie van producten die geschikt zijn om aan te bieden via dit kanaal. Deze aanbevelingen zijn geen aanvulling op de wet- en regelgeving ten aanzien van zorgvuldige dienstverlening. Op basis van de bevindingen heeft de AFM de volgende aanbevelingen geformuleerd. Deze aanbevelingen zien zowel op aanbieders als op adviseurs, vermogensbeheerders en aanbieders van execution only dienstverlening, hier tezamen 'financiële ondernemingen' genoemd.

- De AFM vindt dat indextrackers die niet begrijpelijk zijn niet aangeboden moeten worden aan consumenten of alleen aangeboden moeten worden aan consumenten met tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder. Om dergelijke indextrackers zonder tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder aan de consument aan te bieden, zullen er eerst inspanningen verricht moeten worden om de producten voldoende begrijpelijk te maken. De AFM verwacht dus van aanbieders dat zij alleen indextrackers aan consumenten aanbieden die begrijpelijk zijn voor de doelgroep. Ook voor adviseurs en vermogensbeheerders geldt dat de AFM verwacht dat zij alleen producten aan consumenten adviseren c.q. opnemen in de beleggingsportefeuille die zij voldoende begrijpen om te kunnen oordelen over de passendheid van hun product voor hun klanten. Tot slot verwacht de AFM van aanbieders van execution only dienstverlening dat zij alleen producten selecteren die geschikt zijn om aan te bieden via dit kanaal.
- De AFM roept financiële ondernemingen op de informatieverstrekking over indextrackers zodanig op te stellen dat zowel consumenten als professionals in staat worden gesteld om de werking en risico's van een indextracker te kunnen begrijpen. De AFM benadrukt dat dit niet betekent dat elk technisch productdetail uitgelegd moet worden. Uit de productinformatie dient ondermeer duidelijk te blijken wat de belangrijkste risico's en kosten zijn, met welke tegenpartijen er overeenkomsten zijn aangegaan en hoe de onderliggende index is samengesteld. Ook dienen eventuele verschillen tussen het (beleggings-)beleid van de tracker en de index duidelijk naar voren te komen in de informatieverstrekking.
- Wanneer het risicoprofiel van een indextracker afwijkt van het risicoprofiel van een eenvoudige tracker dient dit duidelijk te blijken uit de informatieverstrekking. Dit geldt in het bijzonder voor synthetische trackers, trackers met een hefboom en inverse trackers.

- Wanneer er synthetische indextrackers aan consumenten worden aangeboden, geadviseerd of worden betrokken in vermogensbeheer om blootstelling te verkrijgen aan bepaalde illiquide markten, verwacht de AFM dat ook onderzocht wordt of er alternatieve beleggingsproducten beschikbaar zijn die mogelijk geschikter zijn.
- Zowel de theoretische verkenning, als de producttoetsingen geven aanleiding om aan te bevelen om naast de tracking error ook de tracking difference te gebruiken als prestatie-indicator in de informatieverstrekking gericht aan consumenten.
- De AFM vindt dat het soort tracker duidelijk moet zijn voor consumenten, dit door bijvoorbeeld in de productnaam aan te geven of de basis van de tracker fysiek of synthetisch is. Om verwarring bij consumenten te voorkomen acht de AFM het daarnaast wenselijk dat producten met een ander doel dan het volgen van een index, zoals bepaalde inverse trackers of trackers met een hefboom, niet aangeduid worden als 'indextracker'.
- De AFM verwacht dat financiële ondernemingen consumenten goed informeren over relevante productkenmerken, zoals de kosten, het tegenpartijrisico, concentratierisico en valutarisico. Dit door deze informatie bijvoorbeeld op (meerdere) prominente plaatsen in de informatieverstrekking op te nemen.

De AFM is zich ervan bewust dat een aantal bevindingen en aanbevelingen niet alleen van toepassing is op indextrackers, maar ook op overige beleggingsinstellingen. De AFM raadt financiële ondernemingen daarom aan ook deze aanbevelingen na te streven voor overige beleggingsinstellingen, teneinde consumenten zo goed mogelijk te bedienen..

Volledigheidshalve attendeert de AFM marktpartijen erop dat er door ESMA ook op Europees niveau wordt gewerkt aan richtlijnen die van toepassing zullen zijn op indextrackers.<sup>1</sup> Ten tijde van publicatie van dit rapport bevonden deze richtlijnen zich nog in de consultatiefase. Bij de publicatie van dit rapport is aansluiting gezocht bij de inhoud van het consultatiedocument.

---

<sup>1</sup> <http://www.afm.nl/nl/nieuws/2012/jan/cons-esma.aspx>

**Autoriteit Financiële Markten**  
**T + 020 797 2000 | F +020 797 3800**  
**Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam**

**[www.afm.nl](http://www.afm.nl)**

De tekst in dit rapport is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlene. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De AFM is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van dit rapport.

Amsterdam, juni 2012