

Indexbeleggen: het ene indexproduct is het andere niet (deel 1) **Zijn indexproducten wel zo eenvoudig als adviseurs en beleggers denken?**

Het heeft enige tijd geduurd maar ook Nederland heeft indexbeleggen ontdekt. In navolging van de Verenigde Staten neemt de populariteit van *indexing* ook in Europa toe en dus ook in ons land. Dit gaat ten koste van het beleggen in actieve beleggingsfondsen. Veel beleggers kiezen voor indexbeleggen vanwege de lage kosten en de eenvoud van de producten. In werkelijkheid zijn er verschillende soorten indexproducten van eenvoudig tot zeer complex. Ook qua kosten zijn er grote verschillen in de diverse indexproducten. U doet er goed aan om uw cliënten te informeren over de verschillende soorten van passieve producten en de voor- en nadelen ervan.

Opkomst indexbeleggen

De overeenkomst tussen indexfondsen en indextrackers (ETF's) is dat ze beide passief een index volgen⁰. Maar er zijn ook verschillen tussen beide financiële producten. Deze verschillen kunnen de motivatie vormen om juist te kiezen voor het ene op juist het andere product. Hoewel de toegenomen populariteit van passief beleggen vooral wordt toegeschreven aan ETF's zijn indexfondsen veel ouder. In 1975 startte John Bogle¹, oprichter van Vanguard, het eerste indexfonds voor particulieren (Vanguard 500 Index Fund). In al zijn boeken legt hij uit dat dit was uit frustratie dat actieve beleggingsfondsen hoge kosten in rekening brachten zonder structureel de index te verslaan. De eerste indextracker kwam pas in 1993 op de markt. In dit jaar werd de eerste tracker gelanceerd op de S&P 500 door State Street. Aanvankelijk was indexbeleggen alleen iets voor de institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen. De enorme groei van indextrackers onder particulieren kwam pas eind jaren negentig op gang, toen ook de 'gewone' Amerikaan de voordelen van trackers ontdekte voor zijn eigen pensioenvoorziening.

In Europa kwamen trackers pas later op de markt. De koersdaling van de beurzen in 2001 en 2002 heeft hiertoe een impuls gegeven. Veel beleggers hadden in die tijd wel een *bleeder* in hun portefeuille, zoals Ahold, Enron, Worldcom, World Online of een ander internetbedrijf. Hierdoor verdampten de in de jaren daarvoor opgebouwde rendementen. Deze negatieve ervaring heeft het indexbeleggen een stimulans gegeven. In eerste instantie werd de grote doorbraak tegengehouden door onbekendheid met het product en de terughoudendheid van banken en commissionairs. Deze terughoudendheid heeft mijns inziens ook te maken met de beloning. De beloning (distributievergoedingen) op actieve beleggingsfondsen was namelijk zeer aantrekkelijk voor financiële instellingen. Vanaf 2003 kwam het gebruik van trackers in een stroomversnelling en vanaf 2005 kwam het grote publiek in aanraking met indexbeleggen toen Ishares dertien trackers noteerde op de Euronext in Amsterdam. Momenteel is de trackermarkt enorm gegroeid en zijn er trackers beschikbaar voor alle beleggingscategorieën, en in alle soorten en maten (aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen, zoals, grondstoffen, private equity en hedgefonds). In de Verenigde Staten heeft indexbeleggen een marktaandeel van meer dan 50 procent. In Europa is men bezig met een inhaalslag, het marktaandeel van indexproducten bedraagt momenteel circa 15 procent, maar stijgt nog elk jaar. In andere delen van de wereld staat indexbeleggen nog in de kinderschoenen. Het provisieverbod in Nederland en de nieuwe regels omtrent MiFID II² zullen mijns inziens ertoe leiden dat indexproducten meer en meer onderdeel zullen uitmaken van beleggingsportefeuilles in zowel box 1 (pensioen, lijfrente) als box 3 (vrij beleggen).

Verschillen indexfonds en ETF

Een belegger heeft veel meer keuze met ETF's dan met indexfondsen, eenvoudigweg omdat er op de markt veel meer trackers (circa 2.500) te koop zijn dan indexfondsen. Je kunt het zo gek niet bedenken of er is wel een tracker voor op de markt. Hoewel beide producten hetzelfde doel nastreven, is de wijze van verhandelen van indextrackers en indexfondsen verschillend. Indexfondsen worden eenmaal per dag verhandeld tegen de netto fondswaarde (Net Asset Value, NAV). Dat is de som van de koersen van alle effecten in de portefeuille gedeeld door het totale aantal uitstaande participaties/aandelen. De NAV schommelt elke dag, omdat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt en daalt. Een beleggingsfonds wordt één keer per dag tegen de netto fondswaarde (NAV) verhandeld. Trackers worden gedurende de beursdag tegen de *realtime* koers verhandeld. Deze koers kan voortdurend in beweging kan zijn.

Het doorlopend verhandelbaar zijn van trackers klinkt als een voordeel, maar het noodzaakt beleggers soms om met een flinke opslag te kopen of forse korting te verkopen. Net als bij aandelen kan de spread (het verschil tussen de hoogste prijs die een koper wil betalen en laagste prijs waarvoor een verkoper de ETF van de hand wil doen) soms flink oplopen, bijvoorbeeld in volatiele markten. Dat kan leiden tot hogere transactiekosten dan bij indexfondsen. Deze geven de belegger namelijk de zekerheid dat koop- en verkooporders tegen de NAV worden uitgevoerd.

Kosten actief versus passief beleggen

Volgens opgave van Morningstar in 2014 betalen beleggers in indextrackers jaarlijks gemiddeld 0,58% aan beheerkosten, tegen 1,24% voor actieve beleggingsfondsen. Dit betekent dat op 10.000 euro in tien jaar tijd bij actief beheerde fondsen gemiddeld 1.167 euro wordt ingehouden en bij passieve fondsen 564 euro. Dit komt ook tot uitdrukking in het beleggingsresultaat. Uitgaande van een gemiddeld rendement van 6 procent betekent dit dat de belegger in zijn actieve fonds 25.860 euro heeft opgebouwd na tien jaar en in het passieve fonds is dit 29.492 euro. Dit verschil loopt verder op naarmate de beleggingshorizon langer wordt (hierbij ga ik er wel vanuit dat beide producten hetzelfde nettorendement realiseren, wat natuurlijk in de praktijk niet zo hoeft te zijn). Voor dat prijsverschil is niet één, maar meerdere oorzaken aan te wijzen. Het is ten eerste goedkoper om een tracker in de lucht te houden. Het passief volgen van een index brengt minder operationele kosten met zich mee dan het actief selecteren van effecten. Denk bijvoorbeeld aan de kosten die het gebruik van analisten en onderzoekers met zich meebrengen. Een ETF maakt analisten in principe overbodig omdat er geen effecten worden geselecteerd.

Ook de administratieve lasten zijn lager als je een ETF koopt of verkoopt dan in het geval van een beleggingsfonds. Er komen minder personen bij de transactie aan te pas, transactiekosten zijn lager en administratieve verplichtingen voor het verhandelen van trackers zijn minder. Omdat ETF's via een broker verhandeld worden, wordt een ETF-aanbieder ook niet bij transacties betrokken. Als een belegger een beleggingsfonds wil kopen, moet de order intern worden verwerkt bij het fondshuis, de identiteit van de koper worden vastgesteld en gecontroleerd hoeveel geld de belegger te besteden heeft. Daarna moet de fondsmanager met het geld van de belegger effecten kopen. Dat is meer werk, en brengt op de lange termijn meer kosten met zich mee.

Het is goed om je als belegger niet alleen de laten leiden door de TER (Total Expense Ratio). Het beleggen in zowel passieve als actieve fondsen brengt meer kosten met zich mee dan

alleen de TER. Ook het verschil in prijs waartussen een fonds gekocht of verkocht kan worden (spread) speelt een rol. Zo zullen trackers met een hoog beheerd vermogen en veel liquiditeit een kleinere bied-laatspread hebben dan kleinere ETF's die opereren in een nichemarkt. Verder beïnvloeden het fiscale regime van een land (niet terugvorderbare dividendbelasting), het uitlenen van effecten (securities lening³, swap constructies⁴, hierover later in dit artikel meer) en het trackingverschil van een ETF de totale kosten. Ook verschijnen er meer trackers op de markt, die complexere strategieën gebruiken. Op de prijsverschillen tussen de diverse indexproducten gaan we in het volgende nummer verder in.

[tk] Soorten trackers

Eerder heb ik gehad over het verschil tussen indexfondsen en trackers (ETF's). Het is goed om te weten dat we ook onderscheid kunnen en moeten maken in soorten ETF's. In de praktijk kunnen we drie hoofdsoorten onderscheiden:

1. Fysieke trackers (100% replicatie of sampling)
2. Fysieke trackers die doen aan securities lending
3. Synthetische trackers die werken met swapconstructies

[tk] Fysieke trackers: volledige replicatie of sampling

In geval van volledige fysieke replicatie belegt een ETF in dezelfde namen als de index, waarbij de effecten ook dezelfde weging hebben als in die index. Een simpele kopie dus. Dit is de meest simpele tracker. Hun winst is gelijk aan die van de index (minus de kosten). Een afgeleide hiervan is de ETF die gebruikmaakt van de methode van sampling. Hier worden niet alle onderliggende stukken gekocht maar een representatief aantal. In gevallen waar de onderliggende index illiquide aandelen bevat, is een totale duplicatie van de index ongewenst vanwege toenemende kosten⁵. In plaats daarvan zal de fondsbeheerder optimalisatiestrategieën gebruiken die gewoonlijk zijn gebaseerd op historische resultaten bij het creëren van een 'sampling ETF' die het indexrendement zo nauwkeurig mogelijk volgt. Maar omdat een optimalisatiestrategie niet altijd succesvol is, kan de *tracking error* (het risico dat het rendement van een ETF afwijkt van dat van de index) groter zijn met een 'sampling ETF'.

Fysieke trackers en securities lending

Het is een misverstand dat alle fysieke trackers de onderliggende indexaandelen in bezit hebben. Er zijn ook fysieke trackers die de onderliggende aandelen uitlenen aan andere partijen, zoals hedgefondsen. In ruil voor het uitlenen ontvangt de ETF-aanbieder een vergoeding. Deze inkomsten uit securities lending worden vaak gebruikt om de operationele kosten (beheervergoeding, transactiekosten) van de tracker te dekken. Hierdoor kan de ETF-aanbieder een lager kostenpercentage berekenen aan de belegger en/of het verschil tussen de prestaties van de ETF en de index verkleinen. In sommige gevallen kan de vergoeding zo hoog zijn dat het de ETF lukt om zelfs de index te verslaan. Door aandelen uit te lenen kunnen ETF's hun operationele kosten geheel of gedeeltelijk dekken. En zodoende zelfs een hoger rendement dan de index halen. Een voorbeeld hiervan is de Small Cap ETF van Vanguard. Deze rekent een kostenpercentage van 0,1 procent en maakt gebruik van volledige replicatie. Vanaf het begin hebben de jaarprestaties van deze ETF de benchmark verslagen door de opbrengsten van uitlenen. Managers van actief beheerde beleggingsfondsen willen soms niet meewerken aan *securities lending* omdat zij een andere partij met tegengestelde belangen niet willen faciliteren. Echter, ETFs worden (bijna helemaal) passief gemanaged en hebben daarom dit bezwaar niet. Bijna alle grote ETF-aanbieders doen aan securities lending. Wel kan dit uitlenen risico's met zich meebrengen voor de belegger.

2 bronnen van inkomsten

Securities lending creëert eigenlijk twee bronnen van inkomsten voor ETF-aanbieders. Ten eerste kan de ETF-aanbieder ervoor kiezen om het contante onderpand te investeren of de effecten die het als onderpand heeft geaccepteerd uit te lenen. Soms kan de lenende partij uitonderhandelen dat hij hiervan een deel ontvangt in de vorm van een rentepercentage over de opbrengst van het onderpand. Dit heet een korting. Uitleenovereenkomsten voor binnenlandse large-cap aandelen hebben normaal gesproken een korting, maar minder makkelijk beschikbare aandelen kunnen een negatieve korting hebben, wat feitelijk een huurvergoeding is ten behoeve van de uitlenende partij. Zo'n huurvergoeding is de tweede manier waarop een ETF opbrengsten kan genereren doormiddel van securities lending. De ETF-aanbieders geven in meer of mindere mate de opbrengsten uit de uitleenconstructie door aan hun beleggers. Zo geeft Vanguard na aftrek van vergoedingen alle winst terug aan zijn fondsen, Deutsche Bank 90 procent, State Street 85 procent en iShares geeft 70 tot 80 procent door aan uw cliënt.

Risico's van uitlenen

Uiteraard willen ETF-aanbieders voorkomen dat hun uitleenprogramma's tot verlies leiden. Dit is de reden dat zij de ontvangen vergoedingen zeer voorzichtig investeren. Ze investeren hun onderpanden alleen in geldmarktfondsen of andere kortlopende activa met een laag risico. Daarnaast verzekeren sommige aanbieders hun ETF's tegen verliezen ten gevolge van *securities lending*. Ondanks bovenstaande maatregelen zijn uitleenconstructies niet zonder risico. Als een ETF-aanbieder het onderpand investeert in een te riskant instrument is het fonds (en uiteindelijk de beleggers) verantwoordelijk – en dus niet de ETF-aanbieder – voor een eventueel tekort in de teruggave van het onderpand aan de lenende partij. De ETF-aanbieder is dus niet verantwoordelijk voor de verliezen, maar is wel vrij om met de onderliggende indexaandelen (veel) risico te nemen en een deel van de winst op te eisen⁶.

Het risico voor de belegger van uitleenconstructies ligt niet alleen aan de kant van de ETF-aanbieder, maar ook aan de kant van de tegenpartij. Het betreft hier het mogelijke tegenpartijrisico dat de lener van de effecten zijn verplichting om de effecten terug te geven niet kan nakomen (faillissement). Veel ETF-aanbieders laten weinig informatie los over hun uitleenprogramma's, zodat beleggers wellicht meer risico lopen dan in eerste instantie gedacht. Dit doet mij denken aan het faillissement van Lehman Brothers in 2008. Beleggingsfondsen die effecten aan Lehman hadden uitgeleend hebben deze nooit meer teruggezien, dit heeft veel beleggers met enorme verliezen opgescheept.

Zelf onderzoek doen

U zal helaas vaak zelf moeten achterhalen of de door u gebruikte trackers voor uw cliënten van securities lending gebruikmaken. De beste bron van informatie over *securities lending* is het jaarverslag van de ETF, dat te vinden is op de website van de aanbieder. In dit verslag kunt u lezen de inkomsten uit investeringen die gegenereerd worden met het uitlenen van aandelen, alsmede de totale kosten van het fonds. Ook kunt u via de website van Morningstar (of onder het kopje 'documenten' op de pagina van de ETF) de nodige informatie verkrijgen. Een andere manier is als u ziet dat de betreffende ETF (dat volledige replicatie toepast) minder dan het kostenpercentage achterloopt op de index. Dit kan een indicatie zijn dat de ETF aan het uitlenen van zijn aandelen doet. Al met al kan worden geconcludeerd dat de transparantie over securities lending nog te wensen overlaat bij veel ETF-aanbieders.

Waarom partij effecten lenen?

Er zijn een aantal redenen waarom een derde partij een of meerdere aandelen zou willen lenen van de ETF-aanbieder. Een veel voorkomende reden is dat de lener ‘short wil gaan’ op een aandeel. Om short te gaan op een aandeel leent een investeerder aandelen van een aanbieder en verkoopt deze. De hoop is dat de investeerder, als het tijd is om de aandelen terug te geven aan de aanbieder, deze aandelen tegen een lagere prijs kan terugkopen op de markt en door dit prijsverschil winst maakt. De partij die de aandelen leent moet een onderpand verstrekken en akkoord gaan met bepaalde voorwaarden. De meeste ETF-aanbieders accepteren geen aandelen als onderpand. In de praktijk is er sprake van kredietwaardig onderpand in de vorm van contant geld of hoogwaardige staats- of bedrijfsobligaties. De hoogte van het onderpand wordt dagelijks aangepast op basis van de fluctuerende waarde van de aandelen die zijn uitgeleend. Aandelen worden uitgeleend voor verschillende termijnen, van één dag tot enkele jaren.

Synthetische trackers

De meeste ETF-aanbieders in Europa gebruiken synthetische replicatiemethoden om hun beleggingsdoelstelling te bereiken. Zo zijn de ETF’s van Lyxor, onderdeel van Société Générale, allemaal synthetisch van aard. Het begrip ‘synthetisch’ heeft in het algemeen een negatieve klank. Consumenten willen graag echte wol in plaats van synthetische en ook liever echte ‘fysieke’ trackers dan puur synthetische. Maar synthetische ETF’s zijn zeker niet altijd slechter dan fysieke trackers. Laten we eerst eens kijken hoe deze trackers werken. Fondsen met synthetische replicatie sluiten swapovereenkomsten af met een of meerdere tegenpartijen om het rendement van de benchmarkindex van het fonds te leveren. Dit kan handig zijn als er op een andere manier niet direct in een product belegd kan worden, bijvoorbeeld bij commodities of exotische aandelenmarkten. Deze swaps kunnen hetzij *funded* of *unfunded* zijn.

In een funded swap⁷ draagt de ETF-aanbieder de van de beleggers ontvangen gelden over aan een of meerdere tegenpartijen in de swap. Deze swaptegenpartij(en) koopt vervolgens een mandje van effecten dat als onderpand wordt ondergebracht op een aparte rekening bij een onafhankelijke bewaarder. Bij unfunded swaps⁷ gebruikt de ETF-aanbieder de van de beleggers ontvangen gelden om effecten te kopen die vaak totaal ongerelateerd zijn aan de indexcomponenten. Dit ‘vervangingsmandje’ bestaat gewoonlijk uit zeer liquide aandelen van uitstekende kwaliteit of staatsleningen van beleggingskwaliteit.

Onafhankelijk van de swapstructuur gaat de swaptegenpartij ermee akkoord om het indexrendement in te ruilen voor het rendement van het onderpand-/vervangingsmandje. Hier ontstaat duidelijk een tegenpartijrisico voor de belegger, omdat de swapleverancier misschien niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Het gebruik van meerdere tegenpartijen kan deze risico’s beperken, maar niet elimineren. Verder is onder UCITS-III (UCIT is een beleggingsfonds dat in heel Europa verkocht mag worden) de maximale blootstelling aan elke swaptegenpartij beperkt tot 10 procent van de intrinsieke waarde van het fonds. Dit wil zeggen dat 90% van de waarde gedekt is door onderpand⁸.

Omdat de swapaanbieder verantwoordelijk is voor het leveren van het indexrendement, hoeft de ETF-aanbieder zich geen zorgen te maken over het nadeel van een tracking error die inherent zijn aan fondsen met fysieke replicatie. In veel gevallen -vooral wanneer het gaat over het volgen van minder liquide, meer exotische indices- draagt dit bij aan het reduceren van de tracking-error en te zorgen voor een beter aansluitend volgen van de index dan fysieke replicatie. Het is echter belangrijk dat ook op swaps gebaseerde fondsen hun eigen bronnen van tracking error kunnen hebben. Zo zijn de swapspreads (de kosten verbonden met de

levering van het indexrendement door de investeringsbank) niet opgenomen in de TER en komen deze dus terug in de tracking error van fondsen met synthetische replicatie.

Voordelen van tegenpartijrisico

Net als bij fysieke trackers (die doen aan securities lending) lopen uw cliënten ook met synthetische trackers in meer of mindere mate tegenpartijrisico. Dit risico is niet altijd uit te sluiten wanneer u een goed gespreide trackerportefeuille voor uw cliënten wil samenstellen. Denk hierbij aan het beleggen in grondstoffen en moeilijke toegankelijke (exotische) markten waarbij het fysiek aanschaffen van de stukken lastig is en kostbaar vanwege de beperkte liquiditeit. In deze gevallen biedt een synthetische tracker uitkomst en grote kans dat het voordeel voor uw cliënten opweegt tegen het nadeel. Het risico neemt sterk af als de uitgevende ETF-instelling strenge eisen aan de kwaliteit van het onderpand stelt⁸. Verder voegt securities lending ook waarde toe omdat het een positieve bijdrage levert aan het rendement van de ETF. Wel moet hier duidelijk gekeken worden naar de reden om aandelen uit te lenen. Uiteraard moet u als adviseur voor uw cliënten goed kijken naar de hoogte van de inkomsten uit securities lending. In het algemeen geldt hoe hoger deze inkomsten zijn, hoe groter het risico.

De diverse toezichthouders (AFM, ESMA en SEC) hebben medio 2012 een rapport geschreven over trackers.⁹

In deel twee van deze bijdrage ga ik onder andere in op de prijsverschillen tussen verschillende trackers en op de vraag is het nu beter te kiezen voor passieve fondsen dan voor actieve fondsen.

Ramón Wernsen – Bruin MFP, CFP® is financieel planner en eigenaar van Financial Planning 4 All. Het bedrijf verzorgt consultancywerkzaamheden, trainingen, publicaties en adviezen binnen de financiële branche. Wilt u reageren? Mail dan naar:

ramonwernsen@gmail.com

Eindnoten

⁰ De meest gebruikte indices zijn naar marktkapitalisatie gewogen indices. De marktkapitalisatie of beurswaarde van een onderneming (het aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers) bepaalt de omvang van de onderneming in de index. Hoe groter de onderneming, hoe groter zijn aandeel of percentage in de index en in de portefeuille van het indexfonds of ETF. Kleinere ondernemingen zijn percentueel minder vertegenwoordigd.

¹ Met de oprichting van Vanguard heeft John Bogle een belangrijke bijdrage geleverd aan de beleggingsindustrie. Hij maakte beleggers duidelijk dat ze nauwelijks invloed konden uitoefenen op de rendementen die er met aandelenbeleggingen konden worden gehaald, behalve door ervoor te zorgen de kosten van de beleggingen te minimaliseren. Dat inzicht heeft ervoor gezorgd dat er honderden miljarden dollars richting de Vanguardfondsen zijn gestroomd.

² MiFID II (Market in financial instruments directive). Beleggingsondernemingen zullen vanaf 2017 meer informatie moeten verstrekken aan cliënten, bijvoorbeeld over de totale kosten van een beleggingsdienst en de kosten van een financieel instrument dat wordt aanbevolen of aangeboden. Betaling en ontvangst van provisie bij onafhankelijk beleggingsadvies en vermogensbeheer zijn verboden ook waar het professionele beleggers betreft.

³ Onder securities lending (of in het Nederlands 'effecten uitleen') wordt verstaan het tijdelijk uitlenen van de onderliggende effecten van de ETF aan een derde partij.

⁴ Een swap is een derivaat waarbij een partij een bepaalde kasstroom of risico wisselt tegen dat van een andere partij. Deze constructie wordt gebruikt bij synthetische replicatie en hierdoor ontstaat tegenpartijrisico.

⁵ Vanuit econometrisch oogpunt maakt het niet uit of je alle circa 1.645 aandelen uit de MSCI World Index toevoegt of niet, de correlatie blijft ongewijzigd.

oals een rapport van het Amerikaanse GAO (Government Accountability Office) over securities lending al aangaf moedigt deze constructie uitleenconstructies aan om onderpanden op een te risicovolle manier te investeren.

⁶ Zoals een rapport van het Amerikaanse GAO (Government Accountability Office) over securities lending al aangaf moedigt deze constructie uitleenconstructies aan om onderpanden op een te risicovolle manier te investeren.

⁷ Funded en unfunded swaps hebben allebei voor- en nadelen voor wat betreft efficiëntie, kosten, tegenpartijrisico, enzovoorts en daarom geeft elke aanbieder de voorkeur aan een andere benadering.

⁸ De meeste aanbieders beperken de blootstelling van hun fondsen overigens tot een niveau dat ruim onder het door UCITS voorgeschreven maximum ligt en vele verlangen zelfs een onderpand hoger dan de onderliggende waarde voor hun

synthetische ETFs. In de praktijk worden de swaps *gereset* zodra de tegenpartijblootstelling de drempel van een aanbieder bereikt, waardoor de tegenpartijblootstelling terugkomt op nul. Swaps kunnen ook periodiek *gereset* worden, of wanneer ETF-aandelen worden ingekocht of er nieuwe worden gecreëerd.

⁹ De AFM, de ESMA (Europa) en de SEC (Verenigde Staten) hebben een rapport over ETF's gepubliceerd. De AFM legt de nadruk op begrijpelijkheid van ETF's. Volgens de toezichthouder zijn sommige indextrackers zo complex (fysieke en synthetische trackers met tegenpartijrisico), dat ze niet of bijzonder lastig te begrijpen zijn voor zowel de belegger als de adviseur. Dit zijn producten waarvan de AFM vindt dat ze niet aangeboden moeten worden aan particuliere beleggers of alleen aangeboden moeten worden aan consumenten met tussenkomst van een adviseur of vermogensbeheerder.

De Europese toezichthouder ESMA legt de nadruk op securities lending. De ESMA vindt dat aanbieders de fees die zij verdienen met het uitlenen van aandelen aan beleggers moeten doorgeven. Aanbieders hebben hun beleid op dit gebied al transparanter gemaakt door op hun website te vermelden wat en hoeveel stukken zij uitlenen. Sommigen hebben ook een maximumpercentage gesteld aan uitlenen. De Amerikaanse SEC legt de nadruk op het risico van leveraged ETF's, trackers met een ingebouwde hefboom. De SEC legt geen verbod op, zelfs geen richtlijn – de SEC richt zich in het document vooral op educatie van de eindbelegger.