

NOTAT

Finanstilsynet

24. juni 2020

J.nr. 560-0115

Danskernes brug af Exchange Traded Notes (ETN)

Exchange Traded Notes, ofte kaldet ETN'er, er finansielle instrumenter, der handles på en børs, bl.a. den danske børs Nasdaq Copenhagen First North. Her var der den 1. april 2020 noteret godt 700 ETN'er. I alt købte danske private investorer¹ ETN'er noteret på First North for 3,8 mia. kr. fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020. Det svarer til, at de i gennemsnit købte for 15,4 mio. kr. pr. dag. Under markedsuroen i marts 2020 lå de daglige købssummer dog betydeligt højere med omkring 80 mio. kr. visse dage.

ETN'er er et meget risikabelt og komplekst produkt, der er uegnet for de fleste investorer, og som mange investorer har tabt penge på at investere i. ETN'er kan dog være attraktive for nogle investorer til visse formål. Det forudsætter dog, at investorerne forstår at bruge ETN'er korrekt og er bevidste om, at der er tale om et komplekst produkt med høj risiko for betydelige tab. Det tyder dog på, at en stor del af de private danske investorer ikke er tilstrækkeligt bevidste om dette. 47 pct. af investorerne tabte på deres ETN-køb i første halvår 2019, og 5 pct. havde et tab på over 50 pct.

Notatet beskriver først, hvad en ETN er og nogle af risiciene ved at eje en ETN. Derefter ses der nærmere på danskernes køb af ETN'er, herunder hvilke de køber, hvor længe de ejer dem, og hvad det betyder for deres afkast. Notatet viser bl.a., at danske private investorer:

- især køber ETN'er med et indeks som det underliggende aktiv. Blandt ETN'er knyttet til enkeltaktier er det især C25-aktier, som er det underliggende aktiv, og for råvare-ETN'er er det hovedsagligt olie
- helst køber gearede ETN'er, hvilket er tilfældet for både deres køb af bear- og bull-ETN'er. 94 pct. af investorernes ETN-køb fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020 var således i gearede ETN'er
- udsætter sig selv for en unødigt og meget høj risiko ved at beholde gearede ETN'er meget længere, end det anbefales
- har store forskelle i deres afkast, men i gennemsnit taber penge på deres ETN-køb.

¹ Private danske investorer defineres som danske private personer, der handler gennem eget eller fælles depot. Personer, der handler gennem deres enkeltmandsvirksomhed eller holdingselskab, er ikke medtaget i undersøgelsen.

1. Hvad er en ETN?

En ETN er et gældsbevis, der handles på en børs. Den udstedes af en bank, som på én eller flere fastsatte datoer har forpligtet sig til at indfri ETN'en til en pris, som følger udviklingen i prisen på det underliggende aktiv fratrukket omkostninger. Det underliggende aktiv kan eksempelvis være en aktie (f.eks. Pandora), et indeks (f.eks. det tyske DAX-indeks), en råvare (f.eks. olie) eller et kryptoaktiv (f.eks. bitcoin). I visse tilfælde er det underliggende aktiv svært tilgængeligt for almindelige investorer, og ETN'en giver dem dermed mulighed for at opnå en eksponering mod disse aktiver.

Med ETN'er har investorerne mulighed for at opnå afkast ved både stigende og faldende priser i det underliggende aktiv. Det skyldes, at der findes både såkaldte bull-ETN'er og bear-ETN'er, hvis værdi følges med henholdsvis går modsat prisudviklingen i det underliggende aktiv. Med en bear-ETN har investoren dermed mulighed for at investere i faldende kurser eller afdække en risiko på en eksisterende investering.

ETN'er er ofte gearede, dvs. deres værdi følger udviklingen i den procentvise værdiændring i den daglige lukkekurs på det underliggende aktiv ganget med en gearingsfaktor (fratrukket omkostninger). Et eksempel på dette er ETN'en 'Bull Pandora X3', der følger ændringer i kursen på Pandora-aktien ganget en gearingsfaktor på tre. Hvis Pandora-aktien eksempelvis stiger 5 pct. i løbet af en dag, vil udstederen ved indfrielse skulle betale 15 pct. mere end ved indfrielse dagen før. Tilsvarende vil fordringen mod udstederen af 'Bull Pandora X3' falde 15 pct., hvis Pandora-aktien falder 5 pct. i løbet af en dag.

1.1 Risici for en investor

Som investor skal man være opmærksom på, at der er en række risici knyttet til en ETN, og at der er tale om et komplekst produkt, der kan være vanskeligt at gennemskue. En ETN har derfor risikomærkningen rød, og en privat investor skal udføre en egnetheds- eller hensigtsmæssighedstest hos banken for at handle en ETN.

Den mest åbenbare risiko er, at kursen på det underliggende aktiv ændrer sig i en ugunstig retning. Hvis man ejer en gearet ETN, kan selv en beskeden ugunstig prisudvikling i det underliggende aktiv betyde et stort værdifald i ETN'en. Tabet kan dog ikke overstige det investerede beløb.

Et andet forhold er, at det ikke altid nødvendigvis er muligt at sælge ETN'en. Det gælder særligt under stressede markedsforhold. Det kan også være, at ETN'en kan sælges, men at det skal ske til en lavere pris, end prisudviklingen i det underliggende aktiv tilsiger.

En årsag til dette er, at ETN'en kun kan indfris hos udsteder nogle få, forudbestemte dage, typisk én gang i kvartalet. De øvrige dage bestemmes prisen af efterspørgslen og udbuddet på markedet. Der er typisk meget lav likviditet i ETN'er, og handlen med ETN'er afhænger derfor normalt af, at der er en

markedet maker (i de danske ETN'er er det typisk udstederen selv), og at denne er aktiv. Hvis markedet makeren har trukket sig fra markedet, f.eks. pga. høj markedsuro, er der sjældent andre, man kan sælge sin ETN til. Investoren er derfor nødt til at beholde sin ETN. Alternativt kan der være andre købere på markedet, men de vil måske kun købe ETN'en, hvis de kan få den billigt, altså til en lavere pris, end hvis den skulle indfris hos udstederen.

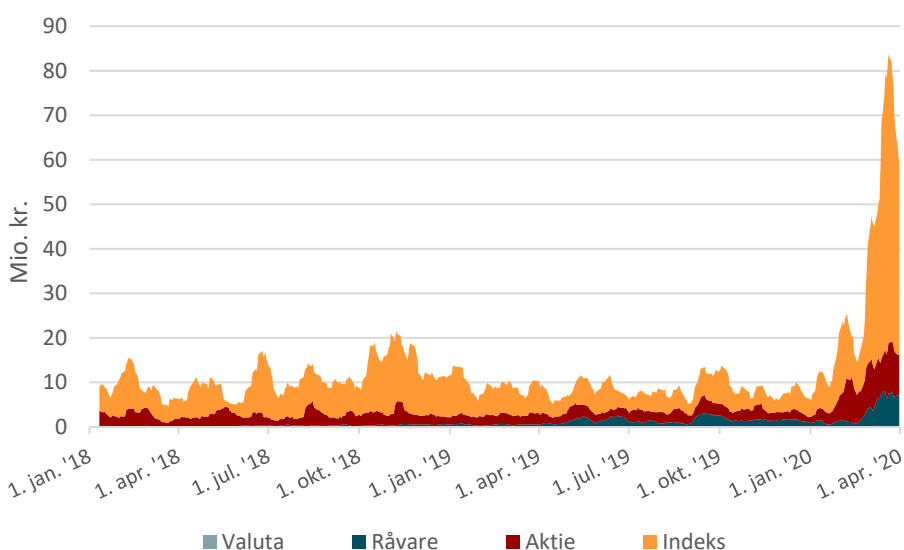
En anden årsag til, at prisen på en ETN kan afvige fra den pris, som prisudviklingen i det underliggende aktiv tilsiger, er, at en ETN er en ren fordring mod udstederen, da ETN'en ikke ejer de underliggende aktiver. Værdien af en ETN er altså alene understøttet af, at udstederen betaler det lovede beløb tilbage ved ETN'ens indfrielsestidspunkt. Ejeren af en ETN har dermed en kreditrisiko overfor udstederen. Er denne kreditrisiko høj, mindsker det sandsynligheden for, at investoren får sine penge ved indfrielse af ETN'en. Det trækker ETN'ens værdi ned.

Som investor skal man desuden være opmærksom på, at selvom en ETN er et gældsbevis, så betaler udstederen ikke renter til ejeren af en ETN. Tværtimod opkræves der diverse omkostninger.

2. Danske private investorers handel med ETN'er

Danske private investorer har i gennemsnit købt ETN'er noteret på Nasdaq Copenhagen First North for 12,7 mio. kr. pr. handelsdag i perioden fra den 1. januar 2018 til den 31. marts 2020. Der har dog været betydelige udsving i perioden, bl.a. med en meget stor stigning under markedsuroen i forbindelse med COVID-19, jf. figur 1.

Figur 1. Private danske investorer køber især indeks-ETN'er



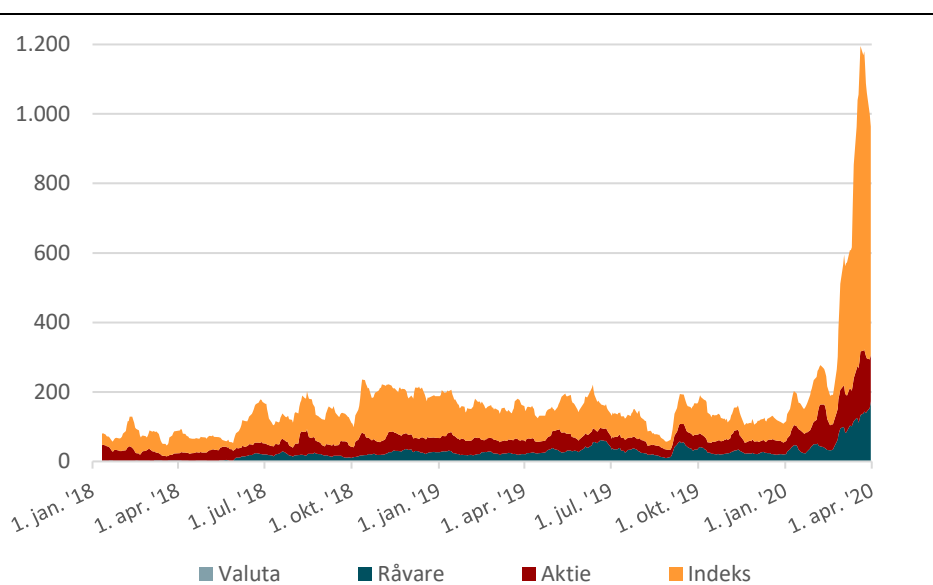
Note: Syv dages glidende gennemsnit af private danske investorers daglige køb af ETN'er optaget til handel på Nasdaq Copenhagen First North. Valuta udgør typisk under 1 pct. af den daglige omsætning og er derfor vanskelig at se i figuren.

Kilde: Egne beregninger ud fra værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet.

I alt 8.147 danske private investorer har købt ETN'er på First North fra den 1. januar 2018 til den 31. marts 2020, og de fleste har været aktive flere gange i perioden. I gennemsnit har der pr. dag været 176 aktive private ETN-investorer, hvilket dog har svinget en del over tid, jf. figur 2. Under markedsuroen i marts 2020 var der nogle dage næsten 1.200 aktive private danske ETN-investorer.

Generelt tiltrækker indeks-ETN'er flest investorer. Med et gennemsnitligt dagligt køb på knap 75.000 kr. pr. investor fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020 er det også dér, danskerne handler for de største beløb. Til sammenligning er det gennemsnitlige daglige køb pr. investor på godt 65.000 kr. for ETN'er knyttet til enkeltaktier og 48.500 kr. for ETN'er knyttet til råvarer. Disse beløb har ligget nogenlunde stabilt fra den 1. april 2019 og frem.

Figur 2. Antal private danske investorer i ETN'er fordelt på underliggende aktiv



Note: Syv dages glidende gennemsnit af det daglige antal private danske investorer, der har købt ETN'er optaget til handel på Nasdaq Copenhagen First North.

Kilde: Egne beregninger ud fra værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet.

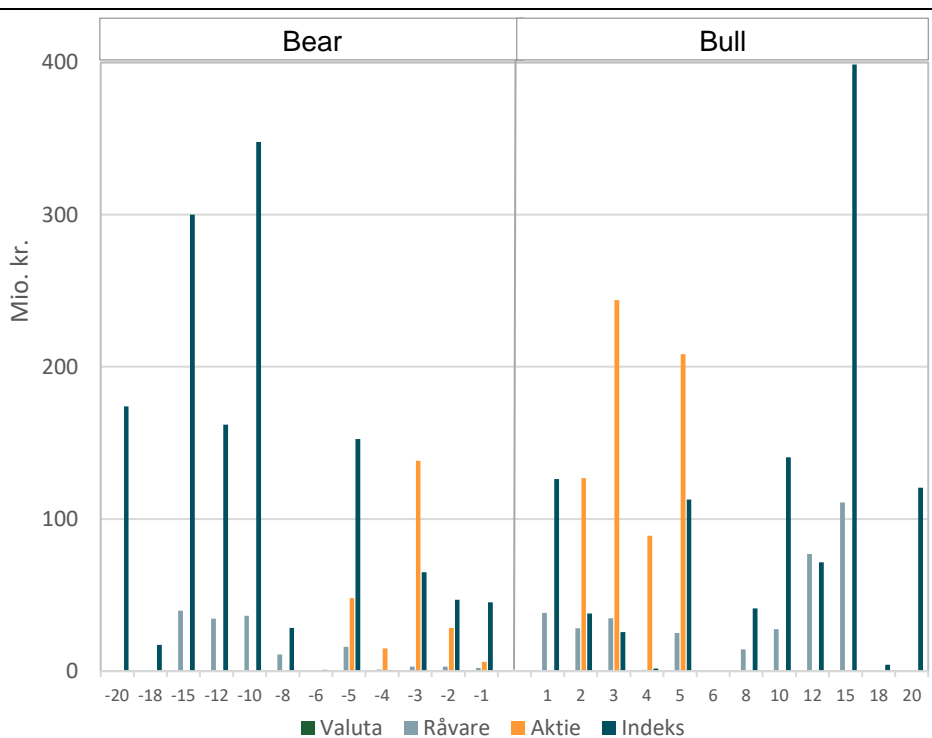
2.1 Køb af gearede ETN'er

De danske private investorer køber typisk gearede ETN'er i både bear- og bull-ETN'er, jf. figur 3. Fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020 blev der eksempelvis købt for næsten 400 mio. kr. i bull-indeks-ETN'er med en gearing på 15, som dermed var den mest populære kategori, efterfulgt af bear-indeks-ETN'er med en gearing på 10, hvori der var køb for ca. 350 mio. kr. Af de samlede ETN-køb fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020 var 94 pct. gearede, svarende til 3,6 mia. kr.

Jo højere gearet en ETN er, jo større værdiændring er der i forhold til prisændringen i det underliggende aktiv, og jo højere eksponering får investoren for et givet beløb. Det betyder også, at der er højere risiko for tab. Ved en gearing på én (dvs. ingen gearing), vil man som investor tabe hele det investerede beløb, hvis værdien af det underliggende aktiv går i nul. Er gearingsgraden derimod f.eks. ti, vil værdien af ETN'en være nul, hvis det tilknyttede aktiv falder 10 pct. eller mere fra én handelsdag til den næste.

Under markedsuroen i februar og marts 2020, hvor der var store daglige kursudsving i de underliggende aktiver, betød ETN'ernes gearing, at knap en tredjedel af de ETN'er, som stod for 90 pct. af det investerede beløb i ETN'er i januar 2020, blev fjernet fra markedet, da de blev værdiløse eller ramte en på forhånd fastsat grænse for dagligt negativt kursudsving jf. boks 1.

Figur 3. Danske private investorers køb af ETN'er fordelt på gearing og underliggende aktiv



Note: Figuren viser private danske investorers køb i ETN'er optaget til handel på Nasdaq Copenhagen First North fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020.

Kilde: Egne beregninger ud fra værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet.

Investorerne vælger især høj gearing i indeks- og råvare-ETN'erne. Her udgjorde ETN'er med en gearingsfaktor på ti eller derover 72 pct. henholdsvis 65 pct. af deres købsbeløb i de to ETN-typer fra den 1. april 2019 til den 31. marts 2020.

I aktie-ETN'er udbydes der på First North ikke ETN'er med en gearingsfaktor over fem. Trods de lavere gearinger for aktie-ETN'er kan deres værdi dog

godt svinge mere end værdien for de højere gearede indeks- og råvare-ETN'er. Det skyldes, at en enkeltaktie typisk har større udsving i kursen fra dag til dag end råvarer og indeks.

Boks 1. Mange ETN'er blev taget af markedet under COVID-19-markedsuroen

I februar og marts 2020 var der stor markedsuro, bl.a. som reaktion på den betydelige usikkerhed i forbindelse med COVID-19 og myndighedernes reaktioner på pandemien.

I januar 2020 skete 90 pct. af det investerede beløb i ETN'er på Nasdaq Copenhagen First North i 110 ETN'er. De store daglige kursudsving i februar og marts i de underliggende aktiver medførte, at knap en tredjedel af disse blev fjernet fra markedet. Det skyldes, at 27 af ETN'erne blev værdiløse i perioden, mens syv ramte en på forhånd fastsat grænse for dagligt negativt kursudsving, en såkaldt stop-loss buffer.

De fleste aktiver faldt fra den 1. februar til den 31. marts, hvorfor en del bull-ETN'er faldt så meget i værdi, at de enten blev værdiløse eller ramte deres stop-loss buffer, jf. tabel 1. I perioden var der dog også dage med relativt høje stigninger i de underliggende aktiver, hvilket betød, at også bear-ETN'er faldt i værdi. Eksempelvis steg olieprisen og DAX én dag i perioden med mere end 10 pct., hvormed de tilknyttede ETN'er med en gearing på 10 og derover blev værdiløse. Af samme årsag var andelen af ETN'er, der blev fjernet fra markedet i perioden, stigende med gearingsfaktoren.

Tabel 1. ETN'er fjernet fra markedet i februar og marts 2020 fordelt på bear og bull hhv. gearingsfaktor

Type	Antal ETN'er den 1. februar	Fjernet fra markedet februar til marts 2020
Bear	35	10 (29%)
Bull	75	24 (32%)
Total	110	34 (31%)
Gearingsfaktor		
1	5	0 (0%)
2-5	68	4 (6%)
6-14	20	14 (70%)
15-20	17	16 (94%)
Total	110	34 (31%)

Note: Opgjort for de 110 ETN'er noteret pr. 1. februar 2020 på Nasdaq Copenhagen First North, der var de mest købte i januar 2020. Disse 110 ETN'er stod for 90 procent af købssummen i januar 2020.

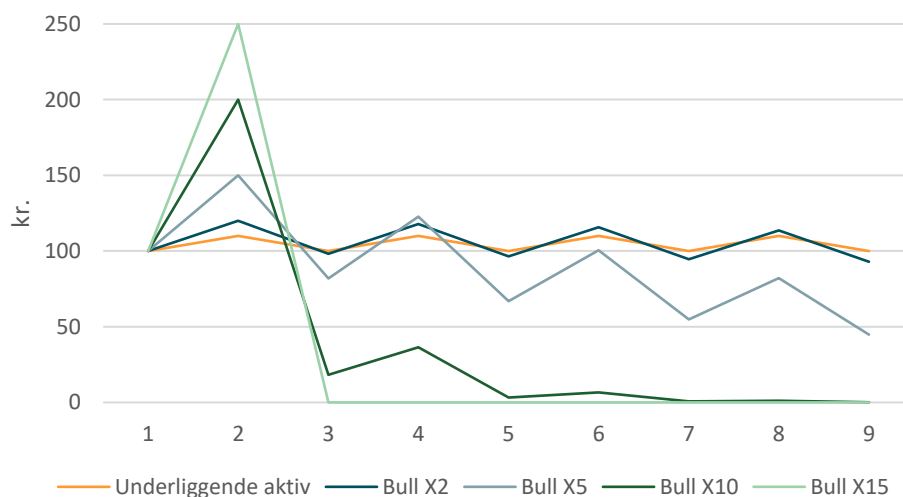
Kilde: Egne beregninger ud fra værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet og Nasdaq Copenhagen First North.

3. Afkobling over tid i værdi af gearede ETN'er og deres underliggende aktiv

Værdien af en gearet ETN vil over tid afvige fra udviklingen i det underliggende aktiv. Det skyldes, at værdien af en ETN opgøres ud fra kursændringen fra dag til dag i det underliggende aktiv og ikke kursændringen over hele perioden.

Figur 4 viser et eksempel på denne afvigelse. I eksemplet starter det underliggende aktiv med en pris på 100 kr. Derefter skiftevis stiger og falder prisen med 10 kr. fra dag til dag. Samtidig beregnes prisen for gearede ETN'er.

Figur 4. Prisudvikling for gearede ETN'er ved kursudsving i underliggende aktiv



Note: Eksemplet er opgjort uden gebyrer. Tallet bag X angiver ETN'ens gearingsfaktor.

I figuren ses det, at det underliggende aktiv stiger fra kurs 100 på dag 1 til kurs 110 på dag 2. Det får kursen på Bull X5 til at stige fra 100 til 150. På dag 3 falder det underliggende aktiv fra 110 til 100, svarende til en kursændring på -9,1 pct. Det får Bull X5 til at falde 45,5 pct., hvilket giver en kursændring fra 150 til 81,8 – og altså ikke kurs 100, selvom det underliggende aktiv er tilbage på sin oprindelige værdi. På dag 4 stiger det underliggende aktiv igen til kurs 110, altså en stigning på 10 pct. Det får Bull X5 til at stige til 122,7 – og altså ikke 150. Sådan fortsætter det, og værdien af Bull X5 kommer til at ligge lavere og lavere.

Som figuren viser, giver en højere gearing større afvigelse over tid fra prisudviklingen på det underliggende aktiv. Samme resultat fås for bear-ETN'er. Ud over disse værditab skal der tages højde for de forholdsvis høje omkostninger ved ETN'erne.

Afkoblingen i 2019 mellem det DAX-indekset og de tilknyttede ETN'er er illustreret i boks 2.

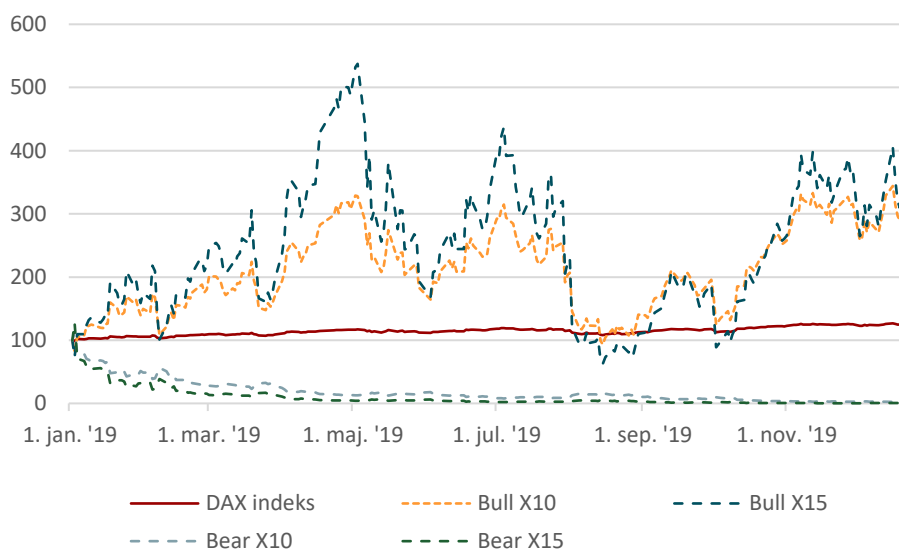
Boks 2. Afkobling mellem prisudvikling i DAX-indekset og DAX-ETN'er i 2019

Et konkret eksempel på afkoblingen med prisudviklingen i ETN'er og det underliggende aktiv er ETN'er knyttet til det tyske aktieindeks DAX. DAX-ETN'er med en gearing på mindst ti var populære blandt danske private investorer, som i 2019 købte for 2,2 mia. kr. af disse. Det svarede til 40 pct. af de danske private investorers samlede ETN-køb i 2019.

I løbet af 2019 steg DAX med 25 pct., og der var mindre udsving fra dag til dag på højst 3,4 pct., jf. figur 5. Bull-ETN'er med en gearingsfaktor på 10 og 15 steg henholdsvis 171 og 183 pct. i 2019, svarende til ca. syv gange afkastet i DAX-indekset. Stigningen var altså betydeligt lavere end ETN'ernes gearingsfaktorer på 10 henholdsvis 15.

Værdien af bear-ETN'erne havde ulempe af, at DAX-indekset steg i perioden. For de gearede bear-ETN'er modvirkede de daglige kursbevægelser dog en vis del af kursfaldet. Eksempelvis steg DAX-indekset med 5,6 pct. i januar, men Bear X10 og Bear X15 faldt kun med 49 og 68 pct. – og ikke 56 og 84 pct., som det ville have været tilfældet, hvis værdien havde været beregnet på månedens kursændring i DAX i stedet for de daglige ændringer.

Figur 5. Kursudvikling i DAX-indekset og udvalgte DAX-ETN'er



Note: Figuren viser udviklingen i lukkekursene for DAX-indekset og udvalgte ETN'er i 2019. Tallet bag X angiver ETN'ens gearingsfaktor. Kurserne er indekseret, så den 2. januar 2019 er indeks 100.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Bloomberg Finance LP og Nasdaq Copenhagen.

4. Investorerne ejer ETN'er længere tid end anbefalet

Gearede ETN'er er et højrisikoprodukt, der bedst egner sig til meget kortsigtede investeringer. Det skyldes dels, at højere gearing øger risikoen for at tabe penge, som følge af at kursen på det underliggende aktiv ændrer sig i en ugunstig retning, dels at der over tid sker en afkobling fra værdien i det underliggende aktiv, jf. ovenfor. Desuden kan omkostningerne ved at eje en

ETN være betydelige, og for visse højt gearede ETN'er er den årlige omkostning i procent (ÅOP) opgjort til over 20 pct. Gearede ETN'er er altså ikke egnet til en traditionel køb-og-hold-handelsstrategi, der ofte bruges ved investeringer i aktier og obligationer.

ETN-udstederne anbefaler i deres markedsføringsmateriale derfor også, at investorerne kun ejer gearede ETN'er i kort tid. Mere konkret anbefaler udstederne typisk, at en gearet ETN højst har en liggetid på én dag. Det betyder, at den skal sælges senest dagen efter, at den er købt.

Trods disse anbefalinger var det kun et beløb svarende til 28 pct. af de danske private investorers investeringer i gearede ETN'er, som i perioden fra den 1. januar 2019 til den 31. marts 2020 havde en liggetid på højst én dag, jf. tabel 2. 56 pct. – og dermed langt størstedelen – af det investerede beløb i ETN'er havde en liggetid på over 28 dage, altså langt over den anbefalede liggetid på højst én dag. Billedet med de lange liggetider er stort set det samme for både bull- og bear-ETN'er.

Der var ikke store forskelle i fordelingen af liggetider blandt de lavt- og højtgearede råvare- og indeks-ETN'er. Det er til trods for, at de højtgearede ETN'er er mere risikable og har en større tendens til over tid at afvige fra prisudviklingen i det underliggende aktiv i samme periode.

Tabel 2. Investeret beløb fordelt på liggetid, gearingsfaktor og type

Type	Gearing	Liggetid (dage)					Total
		0-1	2-7	8-14	15-28	Over 28	
Bear	2-5	3%	1%	0%	2%	2%	8%
	6-14	6%	1%	0%	1%	7%	14%
	15-20	5%	0%	1%	1%	14%	21%
Bull	2-5	5%	1%	1%	2%	8%	18%
	6-14	4%	0%	0%	1%	8%	12%
	15-20	6%	1%	0%	2%	19%	27%
Total		28%	4%	3%	8%	56%	100%

Note: Liggetiden er det antal dage, hvori investoren har holdt en investering indtil den sælges igen. En liggetid på nul betyder, at investoren har købt og solgt samme dag. Liggetiden for danske private investorer er udregnet for ETN'er solgt i perioden fra den 1. januar 2019 til den 31. marts 2020, der i alt har kostet 8,5 mia. kr. ved køb.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet.

5. Afkast ved investering i ETN'er

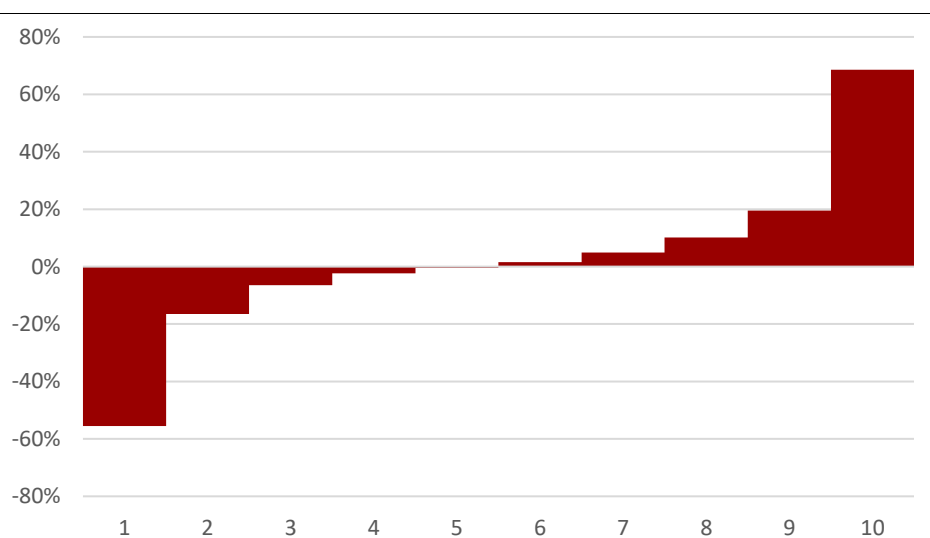
Der er store forskelle på de afkast, som de danske private investorer har haft i deres ETN-investeringer, jf. figur 6, der viser afkastet (ekskl. kurtage) opgjort for alle ETN-beviser købt i 1. halvår 2019 og solgt inden 31. marts 2020.

De 10 pct. af investorerne, som klarede sig bedst, havde et gennemsnitligt afkast på 69 pct. før kurtage. Til sammenligning havde de 10 pct., som klarede

sig dårligst, et tab på 56 pct. I sidstnævnte gruppe skyldtes tabene især investeringer i bear-ETN'er med en gearing på mindst 10 og en liggetid over én uge. Det afspejler, at aktiemarkedene i perioden hovedsageligt havde en positiv kursudvikling, hvorved bull-ETN'er faldt i værdi.

I alt tjente 53 pct. af de private investorer på deres ETN-køb, mens de resterende 47 pct. altså tabte. Det gennemsnitlige afkast var et tab på 10.400 kr. pr. investor, svarende til et tab på 1,6 pct. før kurtage.

Figur 6. Gennemsnitligt afkast pr. investor fordelt på decilgrupper



Note: Afkastet er opgjort per investor og er udregnet eksklusive kurtage for investeringer foretaget i perioden fra den 1. januar 2019 til den 30. juli 2019 og solgt i perioden fra den 1. januar 2019 til den 30. marts 2020. I alt indgår 2046 investorer i opgørelsen, der har haft et samlet ETN-køb på 1,3 mia. kr. De viste afkast tager højde for administrationsomkostningerne, da disse dagligt trækkes fra ETN'ernes kurs.

Kilde: Egne beregninger ud fra værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet.

I gennemsnit var der et positivt afkast på 0,7 pct. for ETN-investeringerne med en liggetid, der fulgte anbefalingerne, dvs. højst én dag for gearede ETN'er. Modsat havde ETN-investeringerne med en liggetid over det anbefalede et negativt afkast på 5,2 pct.