

Hvad er Exchange Traded Funds (ETF'er)?

Exchange Traded Funds, ofte kaldet ETF'er, er et investeringsprodukt, der de senere år har oplevet større fokus og popularitet hos udenlandske investorer.

Også blandt både små og store investorer i Danmark er interessen for ETF'er voksende. De fleste danskere har dog endnu ikke stiftet bekendtskab med ETF'ernes særlige egenskaber i forhold til traditionelle investeringsprodukter såsom aktier eller danske investeringsbeviser.

Dette notat beskriver overordnet ETF'er som investeringsprodukt med udgangspunkt i den private investor. Notatet forklarer derudover forskellene mellem de ETF'er, som en privat investor typisk vil købe, og traditionelle børs-noterede danske investeringsbeviser.

1. Afgrænsning og vurdering

Udbuddet af ETF'er er meget stort, og de enkelte ETF'er kan være meget forskellige med hensyn til deres aktivsammensætning, altså hvad de investerer i, og hvilke risici der er forbundet med disse investeringer. De kan også være underlagt forskellig regulering, afhængig af om de er købt i eller uden for EU. En dansk investor skal være opmærksom på disse forhold i sin vurdering af en ETF.

En delmængde af ETF-udbuddet udgøres af de såkaldte UCITS ETF'er. Det er ETF'er underlagt den europæiske lovgivning kaldet UCITS-direktiverne, som er en forkortelse af den engelske betegnelse for kollektiv investering med henblik på investering i værdipapirer (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities).

UCITS ETF'er er registreret i et EU-land og er underlagt samme krav til bl.a. investorbeskyttelse, likviditetsstyring og spredning af porteføljen som traditionelle europæiske investeringsforeninger, herunder danske investeringsbeviser. Investoren kan genkende en UCITS ETF ved, at "UCITS" indgår i ETF'ens navn, f.eks. "iShares Core World UCITS ETF".

UCITS ETF'er og andre ETF'er har overordnet de samme funktionelle karakteristika og egenskaber, og den efterfølgende beskrivelse i notatet er derfor lavet ud fra en generel betragtning af ETF'er.

I vurderingen af ETF'er fokuseres der imidlertid kun på UCITS ETF'er. Det skyldes, at de er omtrent sammenlignelige med danske investeringsforeninger, hvad angår de aktiver, de består af, samt risici og regulering. Samtidig er UCITS ETF'ers konstruktion, dvs. bl.a. hvordan fonden er skabt, og hvordan fondens beviser kan handles af privatpersoner, dog forskellig fra danske investeringsforeninger.¹

Finanstilsynet vurderer, at forskellene i konstruktionerne ikke har væsentlig betydning for den enkelte investor, hvis investeringsforeningen og UCITS ETF'en er eksponeret mod omtrent ens aktiver, sådan at likviditet og risiko i den bagvedliggende portefølje er cirka den samme. Investoren vil kun i meget sjældne tilfælde være bedre stillet ved at eje et investeringsbevis i stedet for en UCITS ETF.

Finanstilsynet vurderer også, at det set fra den enkelte investors synspunkt primært er forskelle i omkostninger og beskatning, der har betydning. UCITS ETF'er er derfor, når der ses bort fra skat, ligesom investeringsforeninger en oplagt måde at eksponere sig mod forskellige markeder og få en diversificeret, altså spredt, investeringsportefølje.

2. ETF'er som investeringsprodukt

En ETF er, som navnet angiver, en investeringsfond, hvis beviser er optaget til handel på en børs. Ligesom aktier kan de handles til markedsprisen på alle tidspunkter af handelsdagen, så længe der er købere og sælgere i markedet.

Med et ETF-bevis bliver man en del af en stor gruppe af investorer, der er eksponeret mod en underliggende portefølje af værdipapirer ejet af ETF'en. Det kan f.eks. være aktier, obligationer og derivater.

Værdien af ETF-beviserne afhænger af værdiændringer i porteføljen og fondens omkostninger. Hvis værdipapirerne stiger i værdi, bliver ETF-beviset mere værd – og omvendt hvis værdipapirerne falder i værdi.

ETF'er følger typisk en investeringsstrategi, hvor den underliggende portefølje alene forsøger at spejle afkastet på et bestemt benchmark, f.eks. det amerikanske S&P 500-indeks. En ETF vil derfor som udgangspunkt eje de

¹ Trods en række forskelle fra udenlandske ETF'er klassificeres mange danske noterede investeringsbeviser teknisk set som ETF'er i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014, bedre kendt som MiFID II. I dette notat vil betegnelsen ETF dog blive brugt til at referere til de traditionelle ETF'er, som de kendes fra udlandet, imens ETF'er udstedt af danske investeringsforeninger vil blive omtalt som danske noterede investeringsbeviser.

samme værdipapirer, som indgår i benchmarket. Udgør en aktie f.eks. 5 pct. af det valgte benchmark, vil ETF'en som udgangspunkt placere 5 pct. af sin formue i samme aktie. Begrænsninger på ETF'ens forvaltede formue eller markedsadgang kan dog medføre, at dens portefølje ikke fuldstændigt matcher sammensætningen af indekset.

Mange ETF'er bruger skræddersyede indeks med det formål at investere i særlige markeder, aktivklasser eller virksomhedstyper. Indeksene kan f.eks. være baseret på amerikanske erhvervsobligationer, aktier udstedt af virksomheder med en specifik miljøprofil eller asiatiske valutaer. Indeksene udbydes af forskellige indeksproducenter, f.eks. MSCI, FTSE Russell og Nasdaq OMX, og det er muligt for en ETF at betale dem for at udbyde et bestemt indeks.

En investor skal være opmærksom på, at selvom en ETF som udgangspunkt følger et indeks, kan ETF'en have mandat til at afvige fra indekset. Eksempelvis hvis ETF'en ekskluderer bestemte industrier, såsom atomenergi- og våbenvirksomheder. Dertil bruger stadig flere ETF'er indeks, der tilpasser sig udviklingen i udvalgte indikatorer, f.eks. variation i aktiekursen eller finansielle nøgletal. ETF'en udskifter derfor løbende værdipapirerne inkluderet i indekset. Desuden kan indekset ændre sig over tid. Investoren kan dermed blive eksponeret mod noget andet, end da investoren købte ETF-beviset.

En dansk investor skal desuden være opmærksom på, at værdipapirudlån er en hyppig praksis blandt ETF'er. Det er ikke tilfældet i de traditionelle investeringsforeninger, herunder de danske. ETF'ernes hyppige værdipapirudlån skal bl.a. ses i lyset af deres store størrelser og indeksreplikeringen, der mindsker udskiftningen i porteføljen og dermed bevirker, at de ikke skal bruge værdipapirerne i den aftalte udlånsperiode.

Når en ETF låner værdipapirerne i sin portefølje ud til andre investorer, f.eks. andre investeringsfonde og værdipapirhandlere, sker det mod en rentebetaling. ETF'en opnår herved en ekstra indtægt. Den risikerer dog samtidig, at den ikke får de udlånte værdipapirer tilbage og dermed lider et tab.

Egenskaber ved ETF-beviser

Et ETF-bevis giver, ligesom andre investeringsbeviser, en privat investor mulighed for at få en diversificeret portefølje af værdipapirer. Investoren får dermed et afkast, som omtrent svarer til gennemsnittet af afkastene på det marked, som ETF'en ejer værdipapirer i. Man er som investor derfor mindre sårbar overfor, om det går dårligt for nogle enkelte værdipapirer.

Som alle andre indeksreplikerende investeringsfonde vil ETF'ers afkast dog sjældent være identisk med afkastet på det valgte marked. Det skyldes bl.a. omkostningsstrukturen i fondene. Desuden vil ETF'er af hensyn til bl.a. omkostninger ofte kun replikere en andel af porteføljen i det valgte indeks. ETF'ens afkast vil hermed naturligt afvige fra benchmarket.

Udvalget af ETF'er er bredt og ofte specialiseret sammenlignet med udbuddet af danske investeringsforeningsbeviser. Det afspejler, at ETF-markedet samlet set er meget større end det danske investeringsforeningsmarked. Det gælder også for den del, som er UCITS ETF'er. Formuen i europæiske UCITS ETF'er var således omkring 5 gange større end hele formuen i danske UCITS ved udgangen af 1. kvartal 2018.² En del af disse kan relativt let handles af danske privatinvestorer og giver dermed adgang til mange forskellige markeder. Investoren får på den måde gode muligheder for at sammensætte en portefølje, der opfylder investorens specifikke ønsker.

Det fremhæves ofte, at ETF'er har lave omkostninger i forhold til andre investeringsforeninger. Det skal bl.a. ses i lyset af, at ETF'er typisk benytter en mere eller mindre passiv investeringsstrategi i kraft af indeksreplikeringen og har store formuer under forvaltning. Indeksreplikeringen i ETF'ens portefølje gør bl.a., at lønomkostningerne er lavere end i aktive fonde, hvor forvalteren løbende tager stilling til, hvilke aktiver fonden skal investere i. Dvs. ved indeksreplikering er der – modsat ved aktiv forvaltning – som udgangspunkt ikke behov for at udarbejde eller købe investeringsanalyser, ligesom handlingerne kan eksekveres af algoritmer. Samtidig betyder de ofte store formuer i ETF'erne, at de faste omkostninger bliver spredt over flere investorer.

Mange danske investeringsbeviser er ligesom ETF'er børsnoterede. Der er dog også forskelle mellem de to produkter, bl.a. hvad angår de bagvedliggende strukturer, prissætningen og i et vist omfang også investorbeskyttelsen. Investoren skal tage disse forhold i betragtning, når en ETF vurderes og sammenlignes med et investeringsbevis.

Disse forhold beskrives nærmere nedenfor. Overordnet set gælder det dog, at hvis UCITS ETF'en og investeringsforeningen har en nogenlunde sammenlignelig aktivportefølje, så har forskellene i konstruktionerne kun i særlige tilfælde større betydning for investorerne.

Danske husholdningers muligheder for at købe ETF-beviser

I EU er produktudbuddet af ETF'ere steget markant de senere år, ligesom deres formue under forvaltning også har været i kraftig vækst.

Danske investorer står dermed over for et stadigt voksende og mere diversificeret investeringsunivers af ETF'er. Denne tendens må forventes at vokse, i takt med at investorefterspørgslen og dermed formuen under forvaltning fortsat øges.

² Jf. European Fund and Asset Management Association, *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2018*.

Der er p.t. ingen danske udstedere af ETF-beviser. Danske investorer har i stedet mulighed for at handle udenlandske ETF-beviser, f.eks. via en række danske bankers netbank. Alternativt kan investorerne handle gennem udenlandske handelsplatforme eller markedspladser.

Danske finansielle selskaber er desuden begyndt at tilbyde og udvikle produkter, der giver danske privatinvestorer adgang til udenlandske ETF'er. Produkter som Danske Banks June og BankInvests Darwin gør det eksempelvis muligt at investere i porteføljer bestående af udvalgte UCITS ETF'er. Denne type investeringsløsninger giver investorerne adgang til markedet for UCITS ETF'er uden at være en egentlig UCITS ETF.

Det er dog en udfordring for udbredelsen af ETF'er i Danmark, at de beskattes anderledes end traditionelle danske investeringsbeviser. Forskellen er mest udtalt, hvad angår investering for frie midler, dvs. ikke pension mv. Her bliver udenlandske investeringsbeviser som udgangspunkt lagerbeskattet i Danmark. Det betyder, at investorens beholdning bliver beskattet af ikke-realiserede afkast. Modsat bliver gevinster på danske investeringsbeviser som udgangspunkt først beskattet, når de sælges.

Der gælder desuden forskellige skattesatser for aktiebaserede ETF'er og danske investeringsbeviser, idet investorernes afkast fra ETF'er beskattes som kapitalindkomst, mens afkastet fra investeringsforeningerne beskattes som aktieindkomst. Det ændres dog fra 2019, hvor afkastet fra aktiebaserede ETF'er også vil blive beskattes som aktieindkomst.

Endelig kan der være særlige gebyrer forbundet med at handle og eje udenlandske ETF'er afhængigt af investorens bank eller værdipapirhandler.

3. Konstruktion bag ETF'er og deres beviser

Afsnittene nedenfor henvender sig til den særligt interesseret læser med visse faglige forudsætninger, idet de underbygger argumenterne bag Finanstilsynets vurdering fra det foregående. Der bliver altså ikke fremført nye vurderinger, som ændrer på hovedkonklusionen om, at man som privatinvestor kun i meget sjældne tilfælde vil være bedre stillet ved at eje et dansk investeringsbevis i stedet for en UCITS ETF.

I det følgende beskrives, hvordan ETF'er i praksis konstrueres, hvordan beviser indløses og udstedes, og hvordan det i sidste ende bliver muligt for private investorer at handle beviserne på børsmarkedene.

Oprettelse af en ETF

For at en ETF kan levere afkastet på en forudbestemt portefølje af værdipapirer, skal den naturligvis være eksponeret mod netop denne portefølje. Det

kan enten ske ved, at ETF'en ejer værdipapirerne i den pågældende portefølje, såkaldt fysisk eksponering, eller ved, at ETF'en har én eller flere derivatkontrakter, der giver den ønskede eksponering, såkaldt syntetisk eksponering. I sidstnævnte tilfælde giver derivatkontrakterne en værdiansættelse, der svarer til den ønskede portefølje, uden at ETF'en ejer værdipapirerne. I dette notat vil beskrivelsen primært ske med udgangspunkt i ETF'er med fysisk eksponering.

Ved oprettelsen af en ETF skal den ønskede portefølje af værdipapirer skaffes. Det sker ved, at ETF'ens administrator, også kaldet sponsoren, indgår aftaler med én eller flere såkaldte authorised participants (AP'er) om at tilføre ETF'en den efterspurgte portefølje. Blackrock og Vanguard er eksempler på ETF-sponsorer. En AP er typisk en investeringsbank, f.eks. JP Morgan eller Goldman Sachs. Er der tale om en fysisk eksponeret ETF, skal AP'erne levere værdipapirerne til sponsoren. Det sker ved, at AP'erne enten køber værdipapirerne på markedet eller tager dem fra deres egenbeholdning. Er der derimod tale om en syntetisk eksponeret ETF, er AP'erne ETF-sponsorens modparter i de indgåede derivatkontrakter.

Idet AP'erne leverer værdipapirerne til ETF'ens sponsor, får de som modydelse tildelt såkaldte 'creation units', som er store blokke af ETF-beviser i en mængde svarende til værdien af de leverede værdipapirer. AP'erne sælger derefter beviserne til investorer.

Emission og indløsning af ETF-beviser

Emission, dvs. udstedelse, af nye beviser, f.eks. som følge af stigende efterspørgsel fra investorer, sker på samme måde som ved oprettelsen af en ETF. AP'erne leverer altså værdipapirer til ETF-sponsoren mod 'creation units'.

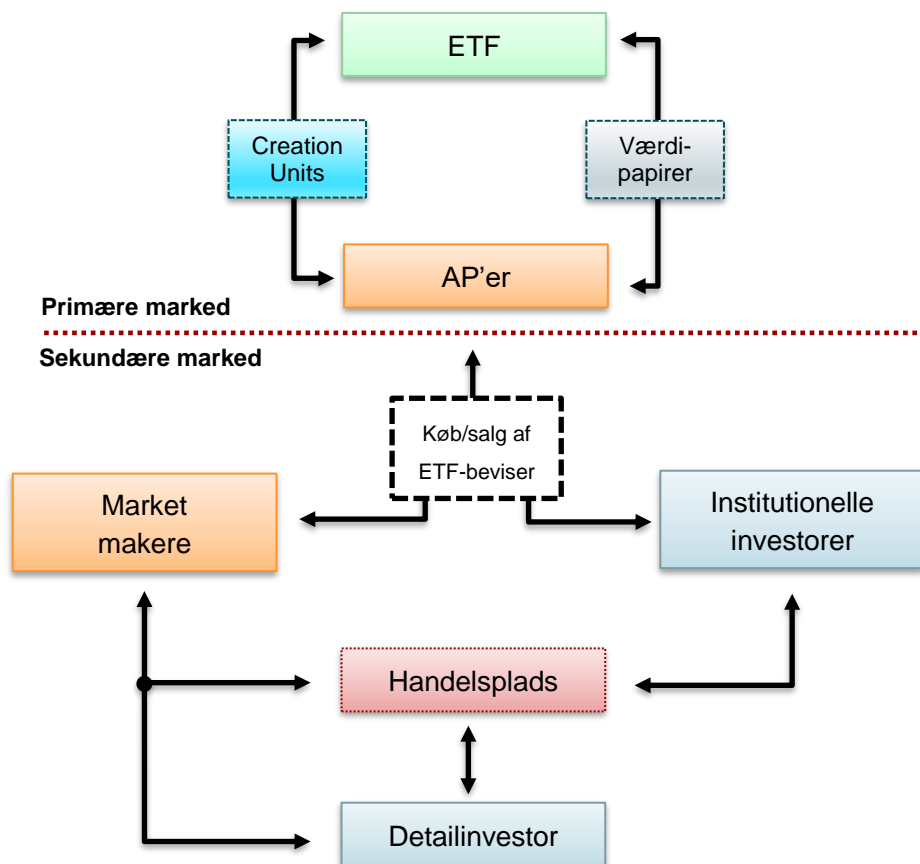
Ønsker en AP omvendt at indløse ETF-beviser, eksempelvis på grund af et større salgspres fra investorerne, køber den beviser af investorerne og leverer disse til ETF'ens sponsor. Til gengæld modtager AP'en en mængde værdipapirer fra ETF'ens portefølje, som svarer til de indløste ETF-beviser. Indløser en AP eksempelvis beviser til en samlet markedsværdi på 3 mio. kr. i en ETF, hvis portefølje er ligeligt fordelt mellem tre aktier, vil AP'en få for 1 mio. kr. i hver af de tre aktier af ETF-sponsoren.

Det er dermed AP'erne, der justerer størrelsen af ETF'ens portefølje, i takt med at investorer handler sig ind og ud af fonden. AP'erne er de eneste markedsaktører, der kan interagere med selve ETF'en. Sådanne aktiviteter foregår i det primære marked, jf. figur 1.

Når AP'erne og ETF'ens sponsor udveksler ETF-beviser, sker det i blokke med store mængder værdipapirer. AP'erne handler derfor typisk kun direkte

med andre investeringsbanker eller store institutionelle investorer, f.eks. pensionskasser eller investeringsfonde. AP'erne handler normalt ikke med de enkelte private investorer.

Figur 1: Illustration af samspillet mellem en ETF's primære og sekundære marked



Indløsning og emission af ETF-beviser adskiller sig fra traditionelle investeringsfonde, f.eks. danske investerings- og kapitalforeninger, hvor det er fonden selv og ikke AP'erne, der styrer processen. En traditionel investeringsfond handler desuden sine investeringsbeviser mod kontanter og ikke værdipapirer som ETF'en.

ETF-bevisernes vej til børsen

Udover at justere ETF'ens portefølje er det AP'ernes opgave at sikre udbredelsen af ETF'ens beviser til børsernes markedsdeltagere, herunder private investorer.

For at opnå dette, handler AP'erne især med market makere. Market makere, nogle gang kendt som 'official liquidity providers', er markedsaktører, typisk

banker, der stiller købs- og salgspriser i ETF-beviserne på børsen. Hensigten er at øge markedslikviditeten og gøre det lettere for andre investorer at handle andelene.

Market makernes interaktion med både AP'erne og børsmarkederne er den primære kanal mellem AP'erne og private investorer på børsen. Den samme juridiske enhed kan fungere som både AP og market maker på samme tid. Handlen med allerede udstedte ETF-beviser på børsen eller mellem banker og deres kunder er aktiviteter, der foregår på det sekundære marked, jf. figur 1.

ETF-bevisernes pris på handelspladserne

ETF-beviser kan ligesom aktier og obligationer handles løbende over handelsdagen, ligesom priserne bestemmes af udbud og efterspørgsel på det sekundære marked. Beviserne kan handles på de børser, hvor de er optaget til handel, og mellem investorer og værdipapirhandlere uden om børsen, såkaldt over-the-counter (OTC) handel.

Prisen på beviser i ETF'er og andre investeringsfonde er forankret i værdien af den bagvedliggende portefølje af værdipapirer, den såkaldt indre værdi. Sammenhængen skal ses i lyset af, at de enkelte beviser repræsenterer en andel af den underliggende portefølje. Beviset kan derfor i princippet omsættes til de bagvedliggende værdipapirer, som dernæst kan sælges til deres markedsværdi.

I praksis bevirker det, at hvis prisen på et ETF-bevis ligger tilpas langt væk fra bevisets indre værdi, kan en AP udnytte denne prisforskel til at tjene penge. Hvis f.eks. ETF-beviset handles til en højere pris end dens indre værdi, kan AP'erne købe de underliggende værdipapirer og levere dem til ETF'en mod blokke af beviser. Derefter sælger AP'erne de nye beviser til investorerne og tjener dermed forskellen mellem salgsprisen på ETF-beviserne og markedsværdien af de underliggende værdipapirer.

AP'ernes udbud af ETF-beviser vil derfor stige, hvis prisen på ETF-beviserne ligger for langt over den indre værdi. Det højere udbud sænker prisen, indtil ETF-bevisernes pris er tæt ved den indre værdi. Det omvendte gælder, hvis prisen ligger tilstrækkeligt under den indre værdi. De private investorer vil derfor langt størstedelen af tiden kunne købe og sælge ETF-beviser til en pris tæt på indre værdi.

ETF-beviser er dog selvstændige finansielle instrumenter. Der kan derfor opstå afvigelser mellem bevisets pris og den indre værdi, f.eks. som følge af købs- og salgspres på markedet for ETF'en. Under særlige forhold kan risikoen for prisafvigelser specielt i ETF'er med illikvide porteføljer blive betydelig, se nedenfor. Denne risiko vil dog være mindre for investorer i UCITS ETF'er, da de er underlagt en række krav til bl.a. likviditetsstyring.

4. **Prissætning af ETF'er og danske børsnoterede investeringsbeviser**

Finanstilsynet vurderer overordnet set ikke, at der for investorerne er nogen entydige fordele eller ulemper ved prissætningen af UCITS ETF'er sammenlignet med danske børsnoterede investeringsbeviser. Det gælder især i normale markedssituationer, men også stressede markeder, hvor muligheden for at handle til en pris tæt på indre værdi i både investeringsforeninger og UCITS ETF'er primært er bestemt af likviditeten i de underliggende aktiver.

Prismekanismen for ETF'erne beskrevet ovenfor minder til dels om den måde, som danske noterede investeringsbeviser prissættes på. Der er dog visse forskelle, og specielt to forhold er relevante for danske investorer.

Det ene forhold er, at modsat UCITS ETF'er, hvor AP'erne er de eneste med direkte adgang til fonden, har alle investorer (i princippet) mulighed for at handle direkte med fonden bag danske noterede investeringsbeviser. De har altså adgang til det primære marked.

Det andet forhold er, at den såkaldte dobbeltprismetode benyttes for danske noterede investeringsbeviser. Metoden indebærer, at investeringsforeningen indløser og udsteder nye beviser til henholdsvis en købspris lig indre værdi fratrukket gebyrer og en salgspris lig indre værdi tillagt gebyrer.

Prissætning under normale markedsforhold

Under normale markedsforhold betyder de to ovennævnte forhold, at investorerne vil handle danske noterede investeringsbeviser til en pris, som højst afviger fra den indre værdi med de gebyrer på indløsning og emission, som foreningen har fastsat. Det er i modsætning til handel med UCITS ETF'er, hvor forskellen mellem indre værdi og markedsprisen afhænger af AP'ernes adfærd og evne til at udnytte prisforskelle.

I praksis vil slutresultatet dog typisk være det samme på tværs af de to produkttyper, således at investorernes købs- og salgspriser vil ligge rundt om indre værdi med en afstand, der afspejler likviditeten i det specifikke instrument, som bl.a. er bestemt af likviditeten i de underliggende aktiver. I de store og meget handlede UCITS ETF'er vil forskellene på købs- og salgspriserne derfor typisk være mindre end i traditionelle danske investeringsbeviser på grund af deres høje likviditet.

Prissætning under stressede forhold

På stressede markeder kan situationen dog være en anden. Særligt i UCITS ETF'er med illikvide underliggende aktiver kan kursen bevæge sig væk fra indre værdi, hvis den underliggende markedsfunktion skævvrides, og handel i de underliggende aktiver ikke kan lade sig gøre. I så fald er AP'erne forhindret i at udligne prisforskellene mellem ETF-beviserne og deres indre værdi.

Investoren må derfor vælge mellem at sælge til en lavere pris end den indre værdi eller beholde beviset.

Det er et særligt dansk lovkrav, at danske noterede investeringsbeviser skal prissættes efter dobbeltprismetoden. I stressede markeder er danske investeringsforeninger derfor tvunget til at stille priser, som højst afviger fra den indre værdi med de gebyrer, som bestyrelsen har fastsat. Det sikrer, at kursen på investeringsbeviset ikke kan bevæge sig for langt væk fra den indre værdi. Dobbeltprismetoden er særlig relevant for danske investeringsforeninger, da de er meget mindre end UCITS ETF'erne, og der derfor kan være mindre økonomisk fordel i eller det kan være sværere for markedsaktører at udnytte prisforskelle mellem bevisets markedspris og indre værdi.

I et stresset marked kan en dansk investeringsforening med illikvide aktiver dog være nødt til at vælge at suspendere handlen med beviset. Investoren er dermed, trods dobbeltprismetoden, afskåret fra at handle beviset. Alternativt kan foreningens bestyrelse beslutte fortsat at lade beviserne handle, samtidigt med at emissions- og indløsningsgebyrerne forøges midlertidigt, hvorved investeringsbevisets markedspris har mulighed for større udsving.

Stress hos de enkelte AP'er uafhængigt af markedet kan også påvirke prissætningen af ETF-beviser. Det skyldes, at kun AP'erne kan udnytte prisforskellen mellem markedsprisen og indre værdi. UCITS ETF'er er derfor sårbare over for de enkelte AP'er. Det kan få betydning, hvis en AP rammes af problemer, så den ikke kan udnytte prisforskelle. Eksempler er nedbrud i IT-systemer eller virksomhedsspecifikt finansielt stress, der forhindrer værdipapirhandel. Det er særligt kritisk for prissætningen, hvis UCITS ETF'en kun har tilknyttet én AP. Hvis der er flere AP'er tilknyttet, og de øvrige AP'er ikke er ramt af problemer, kan de udligne prisforskellene, ligesom de fortsat har økonomisk incitament til det.

Historisk har der kun været meget få tilfælde, hvor prismekanismen i UCITS ETF'er har været svækket på grund af forhold hos den enkelte AP. Det afspejler bl.a., at AP'erne typisk er store finansielle virksomheder. Det mindsker risikoen for virksomhedsspecifikt stress, ligesom de har bedre muligheder for fortsat at agere i markedet, selvom dele af virksomheden er ramt af tekniske problemer.

AP'ernes manglende evne til at udnytte prisforskelle på grund af interne forhold er ikke en risiko i danske investeringsforeninger, fordi de ikke bruger AP'er. Investorerne kan i stedet indløse beviserne direkte hos foreningen til en pris, der højst afviger fra indre værdi med det fastsatte indløsningsfradrag.

5. Regulering af UCITS ETF'er i EU

Alle UCITS ETF'er er registreret i et EU-land og er derfor underlagt de samme regelsæt som andre europæiske kollektive investeringsforeninger. Kravene til

bl.a. investorbeskyttelse og risikostyring til UCITS ETF'er er dermed de samme som til traditionelle investeringsfonde.

Handlen med ETF-beviser på de sekundære markeder i EU er samtidig underlagt krav om handelsgennemsigtighed. Det betyder, at en række oplysninger om ordrer og handler, bl.a. mængde og pris, skal offentliggøres løbende. Det sikrer, at alle investorer kan vurdere de priser, som de bliver tilbudt.

Desuden gælder de såkaldte 'best execution'-regler for ETF-handler. Det betyder, at værdipapirhandlere skal tage de nødvendige tiltag for at sikre, at kundeordrer eksekveres på en måde, som er til fordel for deres kunder, f.eks. at det sker til en fair pris.