

Arrival Price – ny metode til opgørelse af indirekte transaktionsomkostninger

For investeringsfonde mv.¹ træder der ved udgangen af 2024 en ny opgørelsesmetode for indirekte transaktionsomkostninger i kraft under PRIIPs-forordningen. Indirekte transaktionsomkostninger er en del af de samlede løbende omkostninger, der fremgår af dokumentet Central Information. Den nye metode, kendt som arrival price metoden, måler forskellen mellem prisen på tidspunktet for ordreafgivelse og den faktiske handelspris, hvilket skulle give et mere præcist billede af de faktiske transaktionsomkostninger pr. handel.

Boks 1 - PRIIPs-forordningen

PRIIPs-forordningen er en EU-regulering, der skal gøre det lettere for private investorer at forstå og sammenligne komplicerede investeringsprodukter. PRIIPs-forordningen kræver, at udbydere af investeringsfonde laver et kort dokument - på dansk kaldet *Central Information*. Dette dokument forklarer kort og tydeligt investeringsfondens risici, samtlige omkostninger og det forventede afkast, så investorerne kan vælge investeringsfonde på et mere oplyst grundlag. Transaktionsomkostningerne opgives i dokumentet som en samlet omkostning, der indeholder både direkte og indirekte transaktionsomkostninger.

Formålet med opgørelsesmetoden er altså at få en mere nøjagtig beregning af indirekte transaktionsomkostninger, så investorerne får et bedre billede af de samlede omkostninger, der er forbundet med investering i finansielle produkter. Metoden rummer dog nogle svagheder og der er forskellige risici for fejlforklaringer.

I det følgende redegøres for de forskellige omkostningsbegreber, og de forhold, man som investor skal være opmærksom på i forbindelse med opgørelse af de indirekte transaktionsomkostninger.

Indirekte transaktionsomkostninger og løbende omkostninger

Når en privat investor køber og sælger investeringsfonde, reduceres investors totale afkast med de løbende omkostninger, som omfatter:

1. Administrationsomkostninger
2. Performanceomkostninger mv.
3. Transaktionsomkostninger
 - a. Direkte transaktionsomkostninger, kurtage mv.
 - b. Indirekte transaktionsomkostninger, afledt af handels- og markedseffektiviteten

PRIIPs-forordningen kræver, at investeringsfonde og andre finansielle produkter skal præsentere deres omkostninger på en gennemsigtig og standardiseret måde. Omkostningerne fremgår af dokumentet for Central Information, som er et lovpligtigt dokument for PRIIPs-produkter, der sælges til detail kunder i EU og hvis hovedformål er at give investorerne et klart og sammenligneligt overblik over de samlede omkostninger ved en investering.

¹ Gælder alle PRIIPs produkter inklusive investeringspuljer. Gælder for hele notatet.

Administrationsomkostninger er den klart største omkostningspost og den dækker omkostningstyper som honorar til forvalteren, der har den daglige styring af fonden, administrationsomkostninger til administrative funktioner som regnskab, juridisk bistand mv. og depotomkostninger samt omkostninger til distribution.

Performance omkostninger betales kun i et fåtal af de danske investeringsfonde, og kun hvis fonden opnår et afkast over en vis tærskel eller benchmark.

Transaktionsomkostninger dækker både over direkte transaktionsomkostninger såsom kurtage til forvalteren, der eksekverer handler for investeringsfonden (se boks 2 vedr. direkte transaktionsomkostninger) og indirekte transaktionsomkostninger, som er markedsafledte omkostninger i form af likviditets- og spænd omkostninger, market impact omkostninger og delay omkostninger (se boks 3 vedr. indirekte transaktionsomkostninger).

Boks 2 – Direkte transaktionsomkostninger

De omkostninger, som investor betaler til modparten (principalmodellen) eller til tredjemand (agentmodellen) for at facilitere og administrere handlen, kaldes direkte transaktionsomkostninger. Direkte transaktionsomkostninger kaldes kurtage (separat betaling, der trækkes ud af det investerede beløb), eller indbyggede kurstillæg /kursfradrag.

Det er således vigtigt at bemærke, at hvis kurtagen er indbygget i kursen, og dermed betales "indirekte", er det fortsat en direkte transaktionsomkostning.

Det samlede omfang af direkte transaktionsomkostninger afhænger af, hvor meget investor handler. Nogle investorer, både professionelle og private, handler meget, de vil alt andet lige have højere transaktionsomkostninger end de investorer, som handler mindre.

Boks 3 – Indirekte transaktionsomkostninger

Likviditets- og spænd omkostning:

Det er ikke altid muligt at sælge til den samme pris, som der blev købt til. Forskellen mellem den aktuelle købs- og salgspris kaldes spændet. Hvis man køber et værdipapir, vil man umiddelbart efter "kun" kunne sælge det samme værdipapir til den bedste budpris. Det er således et værditab, som vil være en indirekte omkostning.

Market impact:

Hvis en investor (investeringsfond) ønsker at sælge en relativt stor mængde af et værdipapir, kan det påvirke kursen. Generelt vil den første handel gennemføres til en højere kurs end den sidste og omvendt ved køb af en relativt stor mængde af et værdipapir. Årsagen er at der måske ikke er nok købere/sælgere til en given pris, derfor må investor tilpasse prisen til de resterende købere/sælgere.

Delay cost

Nogle gange er det ikke muligt at eksekvere en investeringsbeslutning med det samme. Det vil sige at hele eller dele af handelsordren bliver eksekveret på et senere tidspunkt end ønsket. Hvis kursen ændres i denne periode, bliver værditabet/værdistigningen kategoriseret som indirekte transaktionsomkostninger.

Hvordan har indirekte transaktionsomkostninger hidtil været opgjort?

Arrival pris metoden erstatter Ny PRIIPS metoden - også kaldet $\frac{1}{2}$ spread metoden, som er en mere forenklet tilgang, der estimerer de indirekte transaktionsomkostninger ved brug af spændet mellem købs- og salgskursen og handelsaktiviteten i fonden. Spændet er defineret på forhånd for en række aktivklasser og beregnes som et gennemsnit på 12 måneders løbende basis. I forhold til arrival price metoden, som kræver detaljeret analyse af hver enkelt handel, giver Ny PRIIPs metoden en mere forenklet beregning baseret på halvdelen af spændet mellem købs- og salgskursen for hver aktivklasse samt handelsaktiviteten i fonden indenfor hver aktivklasse.

Hvordan opgøres indirekte transaktionsomkostninger efter arrival price metoden?

Arrival price metoden tager udgangspunkt i den enkelte handel og måler forskellen mellem prisen, når ordren afgives på markedet og den faktiske handelspris, som handlen efterfølgende udføres til i markedet. Arrival price er en teoretisk midterkurs beregnet ud fra den bedste bud- og udbudspris på en given handelsstørrelse, som var gældende, da ordren blev afgivet på markedet lige før handlen gik i gang.

Hvis den faktiske handelspris i en købsordre er højere end arrival price, er der tale om en indirekte transaktionsomkostning, og i særlige tilfælde kan den faktiske handelspris være lavere end arrival price, og så er det en gevinst for investor, der reducerer de indirekte transaktionsomkostninger. Ved større handler, hvor det bedste bud eller udbud ikke dækker den ønskede handelsstørrelse, kan transaktionen gennemføres ved

flere delhandler, hvor de efterfølgende delhandler normalt udføres til dårligere priser for investor. Det betegnes som *market impact*, når store handler påvirker markedsprisen. Når en handel deles op i flere delhandler, opgøres de indirekte transaktionsomkostninger efter arrival price metoden ved at sammenligne den faktiske pris for hver delhandel vægtet med mængden og sammenlignet med den oprindelige arrival price, som blev fastsat på tidspunktet, hvor hele ordren blev afgivet.

I nogle tilfælde er markedet ramt af forhøjet volatilitet, og priserne ændrer sig hurtigt og kan resultere i en handelspris, der er ændret væsentligt fra arrival price. Værdistigningen eller -tabet udgør en indirekte transaktionsomkostning efter arrival price metoden, og kan være både en positiv eller negativ omkostning (gevinst).

Hvad skal man være opmærksom på med arrival metoden?

Der er flere udfordringer ved opgørelse af indirekte transaktionsomkostninger ved arrival price metoden som investor bør være opmærksom på.

De samlede transaktionsomkostninger vil variere betydeligt afhængig af den enkelte fonds handelsaktivitet. Dette skyldes, at de samlede transaktionsomkostninger stiger med aktiviteten. Jo mere der handles, desto større bliver de samlede indirekte transaktionsomkostninger. Det kan give et skævt billede af de fremtidige indirekte transaktionsomkostninger, hvor handelsmønstret meget vel kan være væsentlig anderledes som følge af større omlægninger eller strategiaendringer eller på grund af markedsforholdene. Investorerne skal derfor være forsigtige, når de overvejer at bruge historiske transaktionsomkostninger som indikation på fremtidige omkostninger og til at sammenligne transaktionsomkostninger mellem forskellige fonde.

Den største udfordring ved opgørelse af indirekte transaktionsomkostninger efter arrival price metoden er de markedsbevægelser, som opstår mellem tidspunktet for ordreafgivelse og tidspunktet for eksekvering af handler. Denne markedsstøj akkumuleres over tid og stiger, jo flere handler der udføres. Markedsstøjen i metoden kan være både et tab eller gevinst for investor, som indgår i beregningen af indirekte transaktionsomkostninger. Hvis opgørelsen af de indirekte transaktionsomkostninger viser en meget høj eller lav omkostning, vil det ikke være klart om beløbet kan bruges som et godt udgangspunkt til at forudsige de fremtidige transaktionsomkostninger. På samme måde kan et beløb for indirekte transaktionsomkostninger, der umiddelbart ser rimeligt ud, også skjule meget høje eller lave transaktionsomkostninger. Metodens nøjagtighed er derfor en udfordring, især som følge af at indirekte transaktionsomkostninger indeholder markedsbevægelser som en omkostning. Det vil føre til unøjagtige estimater for fremtidige transaktionsomkostninger for nogle investeringsfonde. Nogle gange er det ikke muligt at udføre en handel umiddelbart efter ordreafgivestidspunktet, det kan være på grund af ringe likviditet i markedet eller at værdipapiret handles på et marked i en anden tidszone. Hvis kursen ændres i den periode som følge af markedsforholdene, vil værdistigningen/tabets blive opgjort som en indirekte transaktionsomkostning, som kan være positiv eller negativ.

Gulv under transaktionsomkostninger

Gulv under transaktionsomkostninger har ikke noget med arrival price metoden at gøre, men er en anden bestemmelse i PRIIPs-forordningen, der har med opgørelse af transaktionsomkostninger at gøre. Gulvet under transaktionsomkostninger refererer til en minimumsgrænse under de transaktionsomkostninger, som kapitalforvaltere skal rapportere i dokumentet Central Information.

En særlig udfordring kan opstå i forbindelse med indløsninger og tegninger i investeringsfonde, der benytter "dobbeltprismetoden" - også betegnet som tegningstillæg og indløsningsfradrag i forhold til fondens indre værdi. Det betyder at investorer, der træder ind i eller ud af investeringsfonde skal betale et tegningstillæg eller indløsningsfradrag til at dække den del af fondenes transaktionsomkostninger, der følger af indskuddet eller indløsningen. Tillægget eller fradraget er en indtægt, som fonden modtager til at dække transaktionsomkostninger og holde de øvrige investorer i fonden skadefrie. Ifølge PRIIPs-forordningen må de samlede transaktionsomkostninger ikke være lavere end de direkte transaktionsomkostninger. Det betyder, at hele indtægten fra tegning/indløsningen i nogle tilfælde ikke kan modregnes i de samlede transaktionsomkostninger, og det får i de tilfælde transaktionsomkostningerne til at fremstå kunstigt høje i Central Information.

Gulv under transaktionsomkostninger	
Ny PRIIPs opgørelsesmetode (1/2 spread metode)	p.a.
A. Direkte transaktionsomkostninger	0,167%
B. Indirekte transaktionsomkostninger	0,186%
C. Transaktionsomkostninger fonds of fonds	0,000%
D. Emissionstillæg og indløsningsfradrag til dækning af forventet transaktionsomkostninger	-0,351%
Samlede transaktionsomkostninger	0,002%
PRIIPs arrival price-metode	
A. Direkte transaktionsomkostninger	0,167%
B. Indirekte transaktionsomkostninger	0,186%
C. Transaktionsomkostninger fonds of fonds	0,000%
D. Emissionstillæg og indløsningsfradrag til dækning af forventet transaktionsomkostninger	-0,186%
Samlede transaktionsomkostninger	0,167%
Difference mellem nye og gamle metode	0,165%

Link til Guide til ny og forbedret information om investeringsfonde

[fidafinanstilsynetfolderpriips_v02.pdf \(finansdanmark.dk\)](#)