

Marts 2018



FINANS
DANMARK

Hvad er indirekte handelsomkostninger?

En teknisk gennemgang

INTRODUKTION

På baggrund af ny lovgivning fra EU, har Investering Danmark og Finans Danmark indgået en ny aftale med de øvrige parter (Forbrugerrådet TÆNK og Dansk Aktionærforening) bag ÅOP-aftalen for investeringsfonde. Investeringsfonde og pengeinstitutter skal fremadrettet oplyse investor om investeringsfondenes såkaldte indirekte handelsomkostninger.

Det vil give endnu større gennemsigtighed og overblik for investorerne. De såkaldte indirekte handelsomkostninger er dog ikke omkostninger i traditionel forstand, idet de ikke er en betaling for en serviceydelse. Indirekte handelsomkostninger omfatter blandt andet forskelle på købs- og salgskurser på børsen, som alle, der handler med værdipapirer, møder.

Både traditionelle omkostninger til kurtage eller administration og disse nye tal har en effekt på afkastet, men de indirekte handelsomkostninger er ikke en betaling til nogen person eller modpart for en serviceydelse.

Indirekte handelsomkostninger opstår på markedet. Alle investorer har således indirekte handelsomkostninger, uanset om de investerer på egen hånd, eller bruger en investeringsfond eller f.eks. en passiv ETF (Exchange Traded Fund).

I denne tekniske gennemgang redegør Finans Danmark for, hvad indirekte handelsomkostninger er, og hvordan de adskiller sig fra traditionelle omkostningsnøgletal.

Indirekte handelsomkostninger

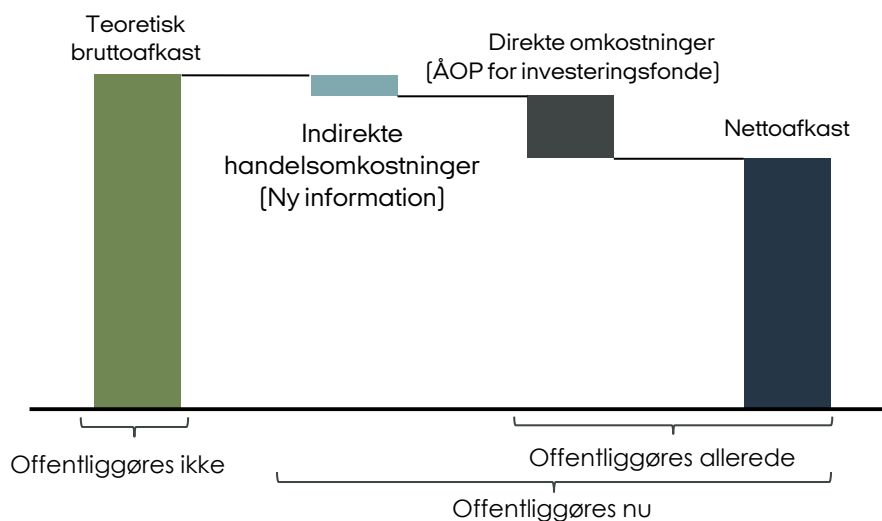
Hvad er afkast og hvad er omkostninger?

Når en investeringsfond eller en privat investor køber og efterfølgende sælger finansielle aktiver, er der tre effekter, der påvirker investors samlede afkast:

- Markedsudviklingen (bruttoafkastet)
- Direkte omkostninger (for investeringsfonde er disse samlet i ÅOP), samt
- Handels- og markedseffektiviteten (det er her, indirekte handelsomkostninger indgår).

Før den nye ÅOP-aftale (december 2017) fik investorer i danske investeringsfonde oplyst de direkte omkostninger, herunder administrationsomkostninger og handelsomkostninger. Den nye aftale indebærer, at investeringsfonde også skal oplyse de indirekte handelsomkostninger, jf. figur 1. Offentliggørelsen af dette nye tal påvirker ikke de afkast, som investorerne har modtaget historisk eller fremover.

Figur 1. Afkast og omkostninger



Note: Nettoafkastet er det afkast, som investor opnår efter alle omkostninger. Principperne bag figuren gælder for både investeringsfonde og private investorer.

Kilde: Egen illustration

Markedsudviklingen afgør, om et aktiv stiger eller falder i værdi. Det gælder uanset, om man investerer direkte i aktier og obligationer eller via aktivt eller passivt forvaltede investeringsfonde.

De direkte omkostninger er kendetegnet ved, at de betales til en virksomhed for en ydelse efter aftale og dækker bl.a. over kurtage til børsmægleren for at eksekvere en handel på investors vegne (de direkte handelsomkostninger) og administrationsudgifter til depot og lignende. Dertil kan komme udgifter til rådgivning, der bidrager til investors beslutning om at købe eller sælge. Omkostningerne betales via fonden, hvis investoren investerer i værdipapirer gennem en investeringsfond fremfor direkte. For investeringsfonde er alle direkte omkostninger, herunder direkte handelsomkostninger, samlet i tallet ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent).

Handels- og markedseffektiviteten påvirker investors nettoafkast igennem det, der kaldes søgeomkostninger eller indirekte handelsomkostninger. Søgeomkostninger opstår, fordi det på et givet tidspunkt ikke altid er muligt at finde en modpart, som ønsker at handle til den kurs, som investor ønsker at handle til. Dette forhold uddybes i resten af notatet.

Fælles for direkte handelsomkostninger og søgeomkostninger er, at det samlede omfang afhænger af, hvor meget investor handler. Nogle investorer, både professionelle og private, handler meget – og de vil alt andet lige have højere direkte og indirekte handelsomkostninger end de investorer, som handler mindre. En høj omsætningshastighed er kun hensigtsmæssig, hvis den fører til et højere afkast, som mere end kompenserer for handelsomkostningerne.

Investorers handelsaktivitet afgøres af den strategi, som investor følger. Nogle strategier involverer meget handel, mens andre strategier involverer mindre handel.

Markeds- og handelseffektiviteten afgør størrelsen på de indirekte handelsomkostninger

Markedet for finansielle aktiver fungerer grundlæggende som en markedsplads.

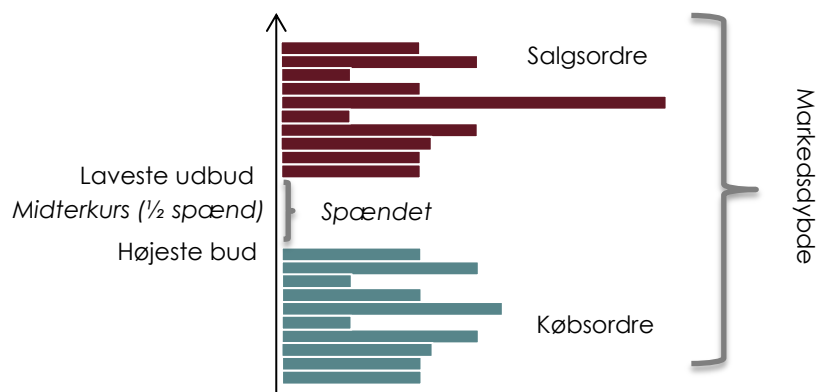
På markedspladsen er der købere og sælgere. Nogle gange er der mange købere og mange sælgere, andre gange er der få eller ingen købere og/eller sælgere. Alle køberne og alle sælgerne har deres egen vurdering af, hvad et aktiv er værd. For nogle aktiver er det nemt at vurdere værdien, og for andre er det svært.

Når en investor baseret på sin egen analyse og vurdering har værdisat et aktiv, så går investor på markedspladsen for at se, om det er muligt at købe aktivet til en så lav pris som muligt. Sælgere vil derimod gerne have en så høj pris som muligt.

Det er ikke altid, at købere og sælgere er enige om prisen. Derfor opstår der løbende en forskel mellem den pris, som en sælger vil sælge til, og den pris, en køber vil købe til. Købernes og

sælgeres forskellige købs- og salgspriser samt størrelsen på ordrerne skaber et marked. I figur 2 er vist et øjebliksbillede af et marked.

Figur 2. En markedsplads



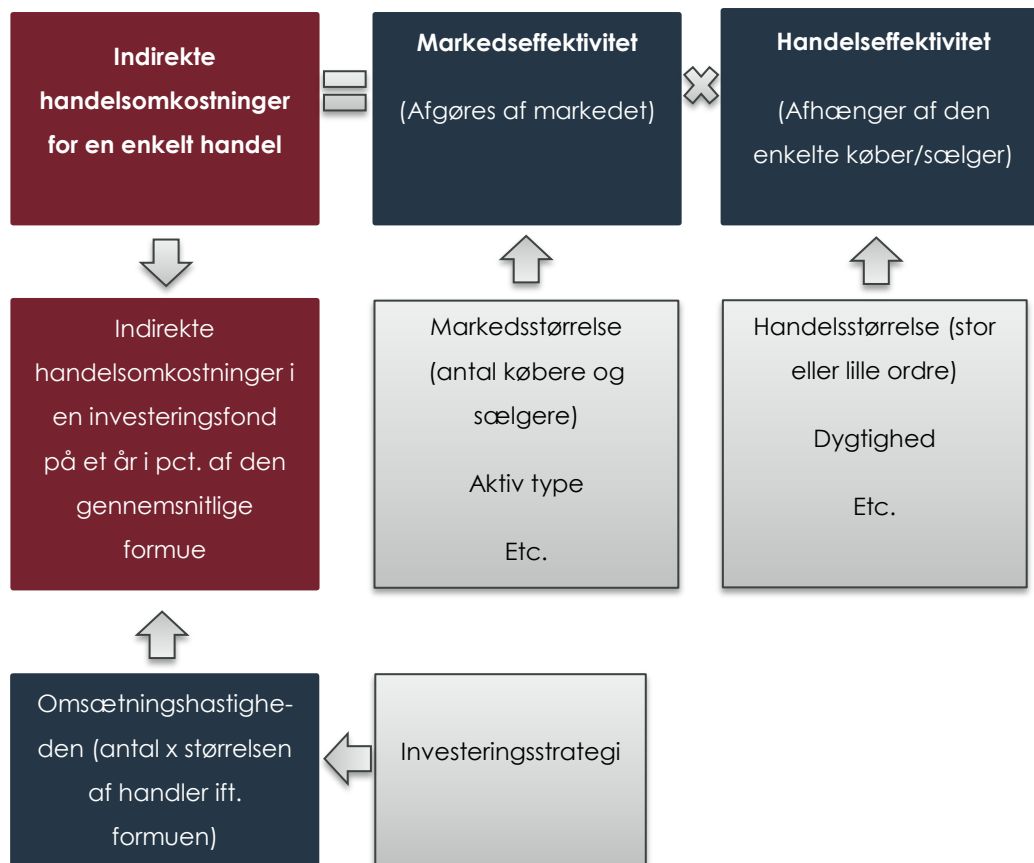
Kilde: Egen illustration

På et givet tidspunkt er det således ikke altid muligt at finde en modpart, som ønsker at handle til den pris, som investor ønsker at handle til. Dette forhold, at man som investor ønsker at sælge/købe til en given pris, men ikke i samme øjeblik kan finde en modpart, der ønsker at handle til denne pris, kaldes søgeomkostninger. Søgeomkostninger er også det, der kaldes indirekte handelsomkostninger.

Det er ikke muligt at observere de indirekte handelsomkostninger direkte, derfor skal de altid estimeres. Udgangspunktet for estimationen af indirekte handelsomkostninger er forskellen mellem en pris før handelsøjeblikket og den faktiske handelspris, jf. afsnittet om estimation af indirekte handelsomkostninger. Indirekte omkostninger – eller søgeomkostninger – bør således ikke sammenlignes med traditionelle omkostningsbegreber, som er udtryk for en direkte betaling i henhold til aftale med en modpart/tredjemand for en serviceydelse.

Størrelsen på søgeomkostningen for et aktiv afhænger af to forhold, markedseffektivitet og handelseffektivitet, jf. figur 3. *Markedseffektiviteten* er et udtryk for, hvor nemt det er at finde en modpart. Hvis der er mange købere/sælgere, så er det alt andet lige nemmere at finde en modpart. Et marked med høj markedseffektivitet kaldes også et likvidt marked. Et marked med få deltagere kaldes et illikvidt marked. Markedseffektiviteten afgøres således af markedet og er fælles for alle deltagere på markedet.

Figur 3. Markeds-og handelseffektivitet



Kilde: Egen illustration

På likvide markeder er der hele tiden mange købs- og salgsordrer, derfor vil det alt andet lige være nemmere for en investor at handle til den pris, som investor ønsker. På likvide markeder vil spændet således være lille, mens det vil være højt på illikvide markeder.

Handelseffektiviteten er et udtryk for, hvor dygtig den enkelte investor er til at få handlet til den bedste pris. For den enkelte investor (både private og professionelle) gælder det således altid om at købe så billigt som muligt og sælge så dyrt som muligt.

Private investorer bestemmer selv, hvor "effektiv" man er til at handle, idet man selv afgør, hvor mange købere/sælgere man spørger for pris, hvor intensivt man overvåger markedet for "gode tilbud" etc.

Professionelle investorer som fx investeringsfonde lever af at skabe afkast til deres investorer. Og jo mere effektiv man er til at handle, jo bedre priser får man, og jo højere afkast skaber man. Samtidig vil professionelle investorer ofte kunne udnytte stordriftsfordele ("købe stort ind"), til at mindske både de direkte og de indirekte handelsomkostninger. Derudover er professionelle

investorer forpligtet til at afsøge markedet for den bedste pris og til at dokumentere dette – de såkaldte "best execution" regler.

Der er forskellige effekter, der typisk beskrives som indirekte handelsomkostninger. Størrelsen af de enkelte effekter afhænger af samspillet mellem markedseffektiviteten på de enkelte markeder og handelseffektiviteten hos de enkelte investorer. De effekter, der typisk beskrives som indirekte handelsomkostninger, er spænd og market impact, jf. boks 1.

Fælles for dem alle er, at det ikke er muligt at observere disse effekter direkte. Derfor skal de i alle tilfælde estimeres.

Boks 1 – Indirekte handelsomkostninger

Likviditets (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 aktiv, vil man umiddelbart efter "kun" kunne sælge det samme aktiv til den bedste budpris. Det er således et værditab, som kan siges at være en indirekte omkostning.

Market impact:

Hvis en investor ønsker at sælge en relativt stor mængde af et givet aktiv, kan det påvirke kursen. Det vil sige, at den første handel gennemføres til en højere kurs end den sidste. Årsagen er, at der måske ikke er nok købere til en given pris, derfor må investor tilpasse prisen til de resterende købere. Professionelle investorer vil typisk forsøge at strukturere afviklingen af en ordre, så effekten på prisen minimeres, f.eks. ved at lægge en stor ordre ud i mindre bidder over en periode.

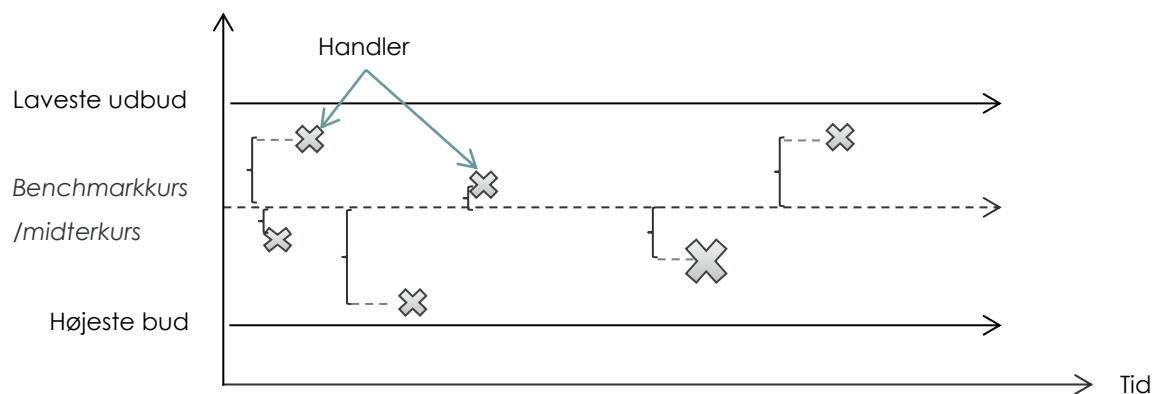
Opgørelse af søgeomkostninger (indirekte handelsomkostninger)

Ideen med at prøve at opgøre de indirekte handelsomkostninger er at kunne vurdere, om man som investor gennemfører handler på den mest effektive måde, dvs. med den mindste forskel mellem den forventede pris (markedsprisen) og den faktiske handelspris.

Udgangspunktet for estimationen af indirekte handelsomkostninger er forskellen mellem en pris før handelsøjeblikket (den såkaldte benchmarkkurs), og den faktiske handelskurs. Da benchmarkkursen ikke er direkte observerbar, er den væsentligste udfordring med at opgøre de indirekte handelsomkostninger at finde et mål for denne. Derfor anvendes ofte midterkursen, det vil sige forskellen mellem det bedste bud og det bedste udbud, jf. figur 4. Det

er som nævnt vigtigt at bemærke, at midterkursen er beregnet/teoretisk og derfor ikke er en handlebar kurs.

Figur 4. En handel



Note: I figuren antages det, at den laveste udbudskurs og den højeste budkurs er konstant. Det er ikke tilfældet i praksis.

Kilde: Egen illustration

For yderligere information om konkrete estimationsmetoder henvises til de nye PRIIP (Packaged retail and insurance-based investment products) regler¹, som træder i kraft for investeringsfonde med udgangen af 2019. I PRIIP anvendes der flere forskellige metoder til at opgøre indirekte handelsomkostninger, alt efter fondstype og aktivtype.

¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1286/2014 af 26. november 2014 (se annex VI).