

Samenvattend onderzoeksverslag Best Execution



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

	Samenvatting	4
1	Inleiding	5
2	Achtergrond en wettelijk kader	5
3	Onderzoeksopzet	6
4	Bevindingen en conclusie	7
5	Vooruitblik, MiFID 2	10

Samenvatting

Dit onderzoeksverslag beschrijft trends en ontwikkelingen op het gebied van Best Execution in Nederland. In 2010 is gestart met een follow-up van het Best Execution onderzoek uit 2008. In dit vervolgonderzoek is het doel gesteld om meer inzicht te verkrijgen in ontwikkelingen van het Best Execution proces binnen (bank) beleggingsondernemingen, alsmede inzicht in het kwaliteitsniveau van de wettelijk verplichte evaluatie van het orderuitvoerbeleid.

Het onderzoek is uitgevoerd bij een achttal (bank) beleggingsondernemingen, bestaande uit zowel vermogensbeheerders als retailbanken. In dit onderzoek is gekeken naar de best execution verplichting ten opzichte van consumenten. Vanwege het beperkt aantal onderzochte onderneming is het niet mogelijk om uitspraken te doen over de situatie bij beleggingsonderneming die geen onderdeel uitmaakten van dit onderzoek.

De conclusie van dit onderzoek is dat de respondenten voldoen aan de wettelijke eisen op het gebied van Best Execution. De belangrijkste zaken die daarbij opgemerkt kunnen worden zijn:

- De mate van transparantie en begrijpelijkheid van het orderuitvoerbeleid loopt uiteen; Er hebben zich weinig wijzingen voorgedaan in het aantal aangesloten platformen in de afgelopen jaren. Brokers als uitvoeringsplaatsen wijzigen frequenter, bijvoorbeeld als gevolg van fusies/overnames. Wel is er maar vaak één ‘preferred’ broker per handelsplatform aangewezen;
- Liquiditeit acht men de belangrijkste factor voor het behalen van het beste resultaat van de cliënt;
- Investeringskosten c.q. hoge aansluitkosten van een nieuw handelsplatform kan een reden zijn deze niet aan te sluiten;
- De verplichte jaarlijkse evaluatie op het orderuitvoerbeleid wordt door de instellingen uitgevoerd met een redelijk tot goede kwaliteit.
- Momenteel worden onder andere liquiditeitscijfers van datavendors gebruikt bij de jaarlijkse evaluatie van het orderuitvoerbeleid

1 Inleiding

In 2008 heeft de AFM een pilot onderzoek uitgevoerd naar Best Execution. De doelstelling hierbij was om na te gaan in hoeverre Beleggingsondernemingen (BO's) voor niet professionele partijen voldoen aan relevante wet- en regelgeving.

Het landschap ten aanzien van orderuitvoering op uitvoeringsplaatsen is sinds de invoering van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) veranderd. Nieuwe alternatieve handelsplatformen verwerven langzaam een positie op de markt. Dit geeft aanleiding voor de vraag hoe beleggingsondernemingen omgaan met deze veranderingen en of hun huidige orderuitvoeringsbeleid nog voldoet aan het wettelijk gestelde kader.

2 Achtergrond en wettelijk kader

Het principe dat een beleggingsonderneming zich op een eerlijke en billijke wijze moet inzetten voor de belangen van haar cliënten en integriteit van de markt, is niet nieuw. Dit vloeide al voort uit artikel 24 van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 en later ook uit artikel 25 van de Nadere regeling gedragstoezicht uit 2002.

Ter uitwerking van de algemene zorgplicht heeft de MiFID in artikel 21 het begrip 'Best Execution' geïntroduceerd. Dit betreft de verplichting van de beleggingsonderneming tot het treffen van maatregelen zodat bij de uitvoering van orders van cliënten het beste resultaat wordt behaald. In de Uitvoeringsrichtlijn van de MiFID is het onderwerp Best Execution opgenomen in de sectie 'Optimale uitvoering', artikelen 44, 45 en 46.

In Artikel 44 worden de criteria voor een optimale uitvoering toegelicht, waarbij de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt in artikel 45 zijn beschreven. Artikel 46 verplicht de beleggingsonderneming onder andere tot het hebben van een uitvoeringsbeleid.

Een andere belangrijke doelstelling van de MiFID is het bevorderen van concurrentie tussen handelsplatformen. De achterliggende gedachte is dat door de concurrentie de kwaliteit van dienstverlening verbetert en een scherpere prijs gesteld wordt voor kosten van het uitvoeren van orders. De vergroting van concurrentie kan echter ook leiden tot een te grote fragmentatie van de markt. Hierbij wordt de liquiditeit over veel plaatsen van uitvoering verspreid waardoor de informatieasymmetrie tussen cliënt en beleggingsonderneming toeneemt. Een ander nadelig effect is dat fragmentatie het vertrouwen in de markt kan schaden en inefficiënties in de prijsvorming kan veroorzaken. Best Execution is één van maatregelen om dit potentiële marktfalen tegen te gaan en het beste resultaat voor cliënten bij de uitvoering van orders te borgen. De transparantieplichting vormt eveneens een dergelijke waarborg. Met het opnemen van deze waarborgen wordt beoogd de positie van de cliënt te versterken, de efficiëntie van de markt aan te moedigen en de prijsvorming te bevorderen¹

De Best Execution verplichting uit de MiFID is door de wetgever geïmplementeerd in de artikelen 4:90a tot en met 4:90c Wet op het financieel toezicht (Wft) en de artikelen 49a en 59 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo).

¹ TK 31 086, nr 3, p23

3 Onderzoeksopzet

De onderwerpen van onderzoek

Het onderzoek naar de invulling van de Best Execution verplichting door beleggingsondernemingen bestaat uit twee modules. De eerste module richt zich op de follow up uit 2008. Hierbij is gekeken naar het orderuitvoerbeleid van de beleggingsonderneming en hoe deze vorm is gegeven. Speciale aandacht is besteed aan de wettelijke vereisten uit de Wft en Bgfo (zie hoofdstuk 2).

Module twee richt zich op de evaluatievereisten van Best Execution voor en beleggingsonderneming (art 46, MiFID en art. 4:90b lid 7 Wft). Deze wetgeving ziet toe op de doeltreffendheid van haar regelingen en beleid voor orderuitvoering om tekortkoming te achterhalen en te corrigeren.

Doelstelling

De overkoepelende doelstelling van dit onderzoek is het verkrijgen van inzicht in hoe beleggingsondernemingen invulling geven aan de Best Execution verplichting zoals deze gesteld is in wet- en regelgeving. Module 1, de follow up uit 2008, heeft hier aan bijgedragen door de focus te leggen op het de inhoudelijke aspecten van het orderuitvoerbeleid. Module twee heeft zich gericht op het evaluatieproces van het orderuitvoerbeleid. Niet alleen het voldoen aan de wettelijke eisen, maar ook het verkrijgen van inzicht in de manier van borging van Best Execution-proces stond centraal.

Tot slot zijn in het informatieverzoek vragen opgenomen om veranderingen in het afgelopen twee jaar in het beleid en het gebruik van uitvoeringsplaatsen (handelsplatformen en brokers) in kaart te brengen.

Afbakening

Dit onderzoek is beperkt tot het beoordelen van gegevens van een achttal beleggingsondernemingen die in Nederland gevestigd zijn. Om inzicht te krijgen in hoe de verschillende soorten beleggingsondernemingen met deze materie omgaan, zijn zowel vermogensbeheerders als bankbeleggingsondernemingen onderdeel van dit onderzoek. Deze samenvatting van het onderzoekverslag is geanonimiseerd en derhalve zullen er geen namen genoemd worden.

De focus bij het beoordelen van bijvoorbeeld een orderuitvoeringbeleid is gelegen op de relatie met de niet-professionele belegger. Hiervoor is gekozen vanwege het feit dat Best Execution uit de gedachte van de algemene zorgplicht is ontstaan.

Methode van onderzoek

Best Execution heeft vanaf het eerste moment bij de invoering van MiFID bij de AFM onder de aandacht gestaan. In 2010 is Best Execution als specifiek onderwerp in het Themaplan Kapitaalmarkten opgenomen en hebben er, in dat kader, in de loop van dat jaar interviews met beleggingsondernemingen plaatsgevonden. Onderwerp van gesprek was de manier waarop invulling wordt gegeven aan de Best Execution verplichting en hoe dit is geborgd binnen de bedrijfsprocessen.

In 2011 is dit traject voortgezet met het uitsturen van een informatieverzoek. In dit verzoek is gevraagd om informatie op te leveren over het orderuitvoerbeleid, de uitvoeringsplaatsen (handelsplatformen en brokers) en het evaluatieproces van Best Execution. De ontvangen informatie is onderzocht aan de hand van een gestandaardiseerd werkprogramma.

Op basis van de bevindingen uit de interviews en het werkprogramma zijn conclusies getrokken over het niveau van implementatie van Best Execution en borging van het evaluatieproces. Waar mogelijk is

vergeleken met de situatie in 2008. Voorwaarde hiervoor is dat de betreffende beleggingsonderneming ook in 2008 in de geselecteerde ondernemingen zat.

4 Bevindingen en conclusie

De algemene conclusie van dit onderzoek is dat de onderzochte beleggingsondernemingen voldoen aan de door de wet gestelde eisen.

In de hieropvolgende paragrafen zal in meer detail de bevindingen van het onderzoek uiteen worden gezet.

Bevindingen Module 1: het orderuitvoerbeleid

Veranderingen in het orderuitvoerbeleid ten opzichte van 2008

Het uitgevoerde onderzoek in 2008 bestaat grotendeels uit een toets van het orderuitvoerbeleid van de instelling aan de wet. Bij de instellingen waar dit van toepassing was, is deze toets aan de hand van hetzelfde werkprogramma herhaald. Over het geheel genomen is er hetzelfde gescoord en zijn er weinig veranderingen. Er wordt voldaan aan de letter van de wet. Twee instellingen hebben ieder op een deelaspect een verbetering laten zien ten opzichte van 2008.

Er blijft een verschil in taalgebruik in de diverse orderuitvoerbeleidsdocumenten bestaan. Soms wordt het orderuitvoerbeleid opgenomen in de algemene voorwaarden en kan het document meer juridisch taalgebruik bevatten. Aan de begrijpelijkheid van het orderuitvoerbeleid zijn geen concrete wettelijke eisen gesteld, maar vanuit de klantgedachte is dit wel wenselijk.

Het orderuitvoerbeleid is voor de retail cliënt een belangrijk beslisdocument om te begrijpen hoe zijn of haar order wordt uitgevoerd en met welk resultaat.

Het aantal uitvoeringsplaatsen

Het aantal uitvoeringsplaatsen verschilt sterk per instelling en is onder andere afhankelijk van het bedrijfsmodel van de onderneming (execution only, vermogensbeheerder, bank), de beschikbare faciliteiten en de financiële instrumenten waar de cliënt in kan handelen.

Platformen

Over het algemeen wordt gebruik gemaakt van Euronext voor het verhandelen van Nederlandse aandelen en derivaten. Andere financiële instrumenten of in het buitenland genoteerde aandelen/derivaten worden via tussenkomst van een derde partij verhandeld of via een eigen aansluiting op een buitenlands platform. Belangrijkste factor voor het kiezen van Euronext als uitvoeringsplaats is liquiditeit. Op deze gereguleerde markt is voornamelijk de hoogste liquiditeit te vinden voor de Nederlandse aandelen en derivaten.

De respondenten hebben aangegeven, dat er sinds 2009 geen nieuwe aansluitingen van uitvoeringsplatformen zijn voorgekomen. Wel zijn er aanpassingen doorgevoerd, bijvoorbeeld in het geval van multi-listings. Er zijn daarbij bewuste keuzes gemaakt om voor slechts één handelsplatform te kiezen om te voorkomen dat de order op een minder liquide markt (en dus hoogstwaarschijnlijk met een mindere prijs) wordt uitgevoerd.

Brokers

De criteria voor de selectie van een broker als uitvoeringsplaats kan verschillen per beleggingsonderneming. De eisen zijn meer gericht op de kwaliteit van dienstverlening en de kosten die de broker in rekening brengt. Opvallend is dat door de respondenten wordt aangegeven dat ook de compatibiliteit van de IT systemen van belang kan zijn.

De meeste partijen hebben per uitvoeringsplaats een 'preferred' broker gekozen. Volgens eigen zeggen vanwege kosten, snelheid en/of kwaliteit van orderverwerking. Jaarlijks toetst de beleggingsonderneming of de broker nog voldoet aan het orderuitvoerbeleid van de beleggingsonderneming.

Het beschikbaar komen van nieuwe efficiëntere uitvoeringsplaatsen, als gevolg van fusies of reorganisaties, is ook een reden om te wisselen van broker. Het behalen van schaalvoordelen waardoor afhandelingskosten een financieel voordeel opleveren kan hiervoor een overweging zijn. Wanneer het door de beleggingsonderneming gedefinieerde 'beste resultaat voor de cliënt' hetzelfde blijft, of verbetert, is het aannemelijk dat de beleggingsonderneming zal kiezen om te wisselen van broker.

Bij het doorgeven van orders van een consument aan een derde partij, blijft de beleggingsonderneming die de order van de consument als eerste ontvangt, verantwoordelijk voor Best Execution. Het is aan die partij om brokers te selecteren die voldoen aan de criteria die conform haar orderuitvoerbeleid uiteindelijk uitvoering aan de order geven.

Definitie 'beste resultaat' in het orderuitvoerbeleid

Bij het behalen van het 'beste resultaat voor cliënten' zijn volgens art. 21, lid 1 MiFID de factoren: prijs, uitvoeringskosten, snelheid en waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling van de order, de omvang en de aard van de order en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten, van belang. Dit is een niet limitatieve opsomming.

(Bank)beleggingsondernemingen zijn vrij in het definiëren van 'het beste resultaat voor de cliënt', maar moeten wel gebruik maken van hierboven vermelde criteria, waarbij prijs en kosten van uitvoering vrijwel altijd het zwaarste meewegen. Dit geldt voornamelijk voor orders van niet professionele partijen. De weging van de gebruikte criteria moet voor de cliënt worden toegelicht in het orderuitvoerbeleid. Bijna alle respondenten hebben hierin het wettelijke minimum opgezocht door slechts aan te geven wat de belangrijkste criteria zijn en in welke volgorde van belang.

De liquiditeit van een uitvoering wordt door de respondenten als erg belangrijk gezien. Dit raakt namelijk zowel de snelheid en waarschijnlijkheid van uitvoering, als de prijs.

Het komt voor dat de potentieel hoge aansluitingskosten van een nieuw platform door de ondernemingen als argument wordt aangevoerd om een platform niet in de lijst met uitvoeringsplaatsen op te nemen. Dit is onder huidige wetgeving toegestaan, omdat niet concreet is ingevuld dat dergelijke investeringskosten onder 'uitvoeringskosten' vallen of dat dan de balans voor 'beste resultaat' negatief voor de cliënt zal uitslaan.

Het belang van monitoring op een adequate uitvoering van het orderuitvoerbeleid stijgt, evenals het wettelijk vereiste tot het uitvoeren van een jaarlijkse evaluatie van het beleid. Daaruit zal moeten blijken of het huidige beleid en de gebruikte uitvoeringsplaatsen nog voor het beste resultaat voor de cliënten zorgen.

Module 2: De evaluatie van het orderuitvoerbeleid

De algemene indruk van de beoordeelde evaluatieprocessen is redelijk tot goed. De wet geeft geen concrete invulling aan dit proces, behalve dat de evaluatie ten minste jaarlijks uitgevoerd moet worden. Voor de formulering van het toetsingskader is dan ook uitgegaan van het professional judgement van de AFM en de algemeen aanvaarde normen op het gebied van procesmanagement. De minimale verwachtingen die men logischerwijs aan een dergelijk proces kan stellen, is het beoordelen van het ‘oude’ orderuitvoerbeleid inclusief uitvoeringsplaatsen ten opzichte van de huidige situatie. Het verschil tussen de kwalificatie redelijk tot goed zit in aspecten zoals:

- Het borgen van de jaarlijkse evaluatie door deze onderdeel uit te laten maken van een taakstelling;
- Het benoemen van een (proces)eigenaar op managementniveau;
- Een apart orgaan oprichten die belast wordt met de kwaliteit en evaluatie van het beleid;
- Betrokkenheid van een compliance en- of auditdienst;

Gebruik van externe gegevens bij evaluatie

Naast de interne gegevens zoals klachten van cliënten en ervaringen van de handelaren met specifieke uitvoeringsplaatsen, heeft het merendeel van de respondenten ook gebruik gemaakt van externe data. Vrijwel altijd betreft dit liquiditeitsgegevens van uitvoeringsplaats verkregen via een data-vendor zoals Reuters / Bloomberg / Telekurs. Een enkeling geeft slechts aan ook de tarieven van brokers mee te wegen.

Op basis van die gegevens wordt jaarlijks een beslissing genomen om bepaalde uitvoeringsplaatsen te handhaven of uit te faseren. Zoals eerder al beschreven is, komt het verwijderen en opnemen van brokers vaker voor dan bij uitvoeringsplaatsen als een gereguleerde markt.

Wezenlijke verandering

De (bank)beleggingsonderneming is verplicht de evaluatie van het orderuitvoerbeleid jaarlijks uit te voeren. Daarnaast is de verplichting in de MiFID en Wft opgenomen om een evaluatie uit te voeren als ‘een wezenlijke verandering zich voordoet in de mogelijkheden van de beleggingsonderneming om steeds het best mogelijk resultaat voor haar cliënten te behalen’².

Uit dit onderzoek blijkt dat het voor een beleggingsonderneming lastig is een eenduidige definitie voor ‘wezenlijke verandering’ te formuleren. Daarnaast is er slechts bij de helft van de respondenten vastgesteld wie de taak krijgt toebedeeld om te monitoren of zich een wezenlijke verandering heeft voorgedaan.

De komst van een nieuw uitvoeringsplatform zou een wezenlijke verandering kunnen zijn. Eén van de respondenten heeft al aangegeven deze ontwikkelingen en liquiditeitscijfers nauwlettend in de gaten te houden.

Zoals eerder toegelicht wegen sommige partijen ook de investeringskosten van een aansluiting met het platform mee in hun afweging. Als deze kosten doorberekend worden aan de cliënt, dan is het niet mogelijk een beter resultaat te halen.

² Art. 4:90c, lid 4

5 Vooruitblik, MiFID 2

Best Execution wordt in MiFID 2 opgenomen in Artikel 27. De grootste veranderingen met betrekking die men wil doorvoeren zijn:

1. Lid 2: Het publiceren van data (prijs, snelheid en waarschijnlijkheid van uitvoering) door een uitvoeringsplatform gerelateerd aan de uitvoeringskwaliteit van de transacties op desbetreffend uitvoeringsplatform;
2. Lid 5: Het openbaar maken van de top 5 gebruikte uitvoeringsplaatsen per verhandeld financieel instrument;

De AFM is samen met het Ministerie van Financien nauw betrokken bij het ontwikkelen van deze nieuwe wetgeving, welke vanuit de European Securities and Markets Authority (ESMA) zal worden vormgegeven. AFM heeft hierbij een adviserende rol en zet haar expertise en marktkennis in om de eerlijke en transparante markt in Nederland te bewaken.

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, april 2012