

Langs de financiële meetlat

Nederlandse
betrokkenheid
bij financiële
benchmarks

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



1. Executive summary

4

De financiële wereld kan niet zonder benchmarks.¹ Benchmarks worden gebruikt als maatstaf om de waarde van financiële producten op een moment te bepalen. Denk aan rentetarieven, valutakoersen en commodityprijzen. Benchmarks vervullen hiermee een belangrijke functie op de financiële markten en hebben invloed op het dagelijks leven van iedereen.

De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) hebben beide het herstel van gerechtvaardigd vertrouwen in de financiële sector als speerpunt. Daarom hebben zij in 2014 gezamenlijk een inventariserend onderzoek gedaan naar de totstandkoming en het gebruik van benchmarks, de risico's van manipulatie en de mate waarin Nederlandse financiële instellingen de integriteitsrisico's weten te beheersen.

Tijdens het onderzoek is gebleken dat financiële instellingen die betrokken zijn bij benchmarks, de hieraan verbonden risico's nog onvoldoende beheersen. Dit is zorgelijk. DNB en de AFM verwachten dat professionele marktpartijen de risico's van benchmarkmanipulatie onderkennen en beheersen en actief sturen op integer gedrag ten aanzien van benchmarks. Het belang daarvan is door de Libor-affaire en meer recent de schikkingen rondom valutamanipulatie onderstreept.

Financiële instellingen geven aan dat er behoefte is aan meer informatie over de wijze waarop ze deze risico's kunnen beheersen. Vandaar dat DNB en de AFM dit rapport publiceren. In het rapport zijn bevindingen en observaties uit het onderzoek opgenomen en worden *good practices* aangereikt.

Instellingen kunnen deze *good practices* gebruiken bij het verbeteren van hun interne beheersing.

DNB en de AFM hebben bij de onderzoeksaanpak doorlopend contact gehad met collega-toezichthouders in het buitenland om kennis en ervaringen uit te wisselen. In het onderzoek zijn verschillende benchmarks onder de loep genomen, waaronder benchmarks voor rentetarieven, valutakoersen en commodityprijzen. Aangezien de AFM doorlopend toezicht houdt op de aandelenmarkt en de aandelenbenchmarks zijn deze hier niet onderzocht. De AFM heeft tot op heden ook geen signalen van mogelijke manipulatie van aandelenbenchmarks ontvangen die aanleiding geven tot onderzoek.

¹ Voor de brede definitie van benchmarks zoals ook door DNB en AFM gebruikt in dit onderzoek, zie de Europese Marktmissbruikverordening: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=NL>

Onderzoeksbevindingen

Op basis van het onderzoek komen DNB en de AFM tot de volgende bevindingen:

- Veel benchmarks waar Nederlandse financiële instellingen bij betrokken zijn, bevatten nog altijd kwetsbaarheden voor manipulatie, onder meer door de wijze waarop relevante benchmarks tot stand komen.²
- Dit risico vraagt om hoge eisen ten aanzien van de interne beheersing en integriteit van financiële instellingen. DNB en de AFM constateren dat Nederlandse financiële instellingen nog niet voldoen aan de eisen.
- De Libor boetes en onderzoeken van toezichthouders hebben het bewustzijn van Nederlandse financiële instellingen over de consequenties van benchmarkmanipulatie vergroot, wat onder meer heeft geleid tot terugtrekking uit sommige benchmarks.³
- De meeste instellingen zijn relatief laat begonnen met het inventariseren van hun betrokkenheid bij benchmarks en het verbeteren van de interne beheersomgeving en het expliciet sturen op integer gedrag door senior management.

- Deze verbeteringen zijn nog onvoldoende gerealiseerd en DNB en de AFM verwachten daarom dat instellingen binnen de gehele organisatie strak blijven sturen op de verbetering van processen, systemen en gedrag om de integriteitsrisico's rond hun betrokkenheid bij benchmarks daadwerkelijk structureel te verkleinen en te beheersen.
- Daarnaast verwachten DNB en de AFM dat professionele gebruikers van benchmarks hun verantwoordelijkheid nemen en maatregelen treffen om zich te beschermen tegen het risico op benchmarkmanipulatie.

Good practices

Tijdens het onderzoek is weliswaar gebleken dat een aantal Nederlandse financiële instellingen al goede stappen heeft gezet in de beoordeling en beheersing van risico's rond benchmarks, maar ook is er nog ruimte voor verbetering. Om de ingezette verbeteringen te ondersteunen, hebben DNB en de AFM een aantal *good practices* geformuleerd. Instellingen kunnen deze *good practices* meenemen in hun inspanningen ter voorkoming en opsporing van benchmarkmanipulatie. Uitgangspunt is en blijft dat instellingen zelf zorgen voor een beheerste en integere bedrijfsvoering, ook wat betreft hun betrokkenheid bij benchmarks.

² Hierbij wordt opgemerkt dat in internationaal verband door autoriteiten en toezichthouders gewerkt wordt aan verbetervoorstellen.

³ DNB en de AFM onderschrijven het belang en het behoud van benchmarks en willen benadrukken instellingen niet aan te moedigen tot beëindiging van deelname.

Overzicht good practices

1. Betrokkenheid bij benchmarks wordt door instellingen periodiek geëvalueerd en afgestemd op de aard, omvang en het risicoprofiel van de bedrijfsactiviteiten.
2. De *three lines of defence* beschikken over een hoog kennisniveau en risicobewustzijn ten aanzien van benchmarks waar de instelling aan bijdraagt.
3. Beheersbeleid met betrekking tot benchmarks wordt in alle onderdelen en locaties van de financiële instelling eenduidig geïmplementeerd en nageleefd.
4. Communicaties en transactiepatronen in relatie tot benchmarks worden doorlopend en in samenhang gemonitord op niet-integer gedrag.
5. Sturing (*tone at the top*) om integriteitsrisico's binnen handelsvloeren te minimaliseren vereist continue aandacht voor stimulering van gewenst gedrag en ontmoediging van ongewenst gedrag.
6. Medewerkers worden gestimuleerd en gefaciliteerd in het intern melden van mogelijke integriteitsschendingen (van collega's of andere marktpartijen) en hier wordt opvolging aan gegeven.
7. Beoordeling en sanctionering van integriteitsovertredingen zoals (poging tot) manipulatie van een benchmark vindt op eenduidige wijze plaats met passende maatregelen om herhaling te voorkomen.
8. Bij de formulering en uitvoering van prestatie- en beloningsindicatoren van (groepen) handelaren worden integriteitsaspecten expliciet meegenomen.

9. Gebruikers houden bij hun selectie van tegenpartijen rekening met bekende niet-integere gedragingen zoals manipulatie van benchmarks en spreken bestaande tegenpartijen aan bij constatering van niet-integere gedragingen.
10. Bij het laten verrichten van transacties op een benchmark zijn gebruikers er alert op welke informatie wanneer aan één of meerdere tegenpartijen wordt verstrekt.

Vervolg op onderzoek

DNB en de AFM geven in 2015 een vervolg aan het onderzoek met de volgende activiteiten:

- Beoordelen van de voortgang van instellingen met het realiseren van verbeteringen in de risicobeheersing, inclusief de opvolging van *good practices* door instellingen;
- Afronden van het onderzoek naar betrokkenheid van Nederlandse financiële instellingen bij valutahandel en -benchmarks;
- Diepgaander onderzoek naar de betrokkenheid van Nederlandse (financiële) instellingen bij commoditybenchmarks.

Toezicht op manipulatie van benchmarks

Het Ministerie van Financiën acht het van essentieel belang dat manipulatie van benchmarks effectief aangepakt kan worden om zodoende marktpartijen te beschermen en het vertrouwen in de financiële markten te waarborgen.

De AFM⁴ heeft daarom per 1 januari 2015 expliciet de bevoegdheid op te treden tegen manipulatie van benchmarks.⁵ Nederland loopt hiermee vooruit op Europese regelgeving, waaronder de Market Abuse Regulation (hierna MAR).⁶ De nieuwe bevoegdheid vormt een aanvulling op het bestaande instrumentarium van de Nederlandse toezichthouders, omdat het de mogelijkheid biedt om benchmarkmanipulatie niet alleen bestuursrechtelijk aan te pakken maar ook strafrechtelijk te laten vervolgen.⁷

Leeswijzer rapport

In paragraaf 2 leest u een toelichting op het begrip benchmark en de verschillende rollen bij benchmarks. Vervolgens worden in paragraaf 3 de risico's op manipulatie van benchmarks geschetst en gaat paragraaf 4 in op de Nederlandse betrokkenheid bij verschillende benchmarks.

In paragraaf 5, 6 en 7 vindt u de bevindingen en observaties uit het onderzoek wat betreft de bijdragers aan benchmarks, de betrokkenen bij valutahandel en de gebruikers van benchmarks.

4 www.afm.nl/vragen-manipulatie-benchmark

5 Artikel 5:58a van de Wet op het financieel toezicht (Wft)

6 Zie ook de Europese richtlijn marktmisbruik (richtlijn 2014/57/EU) en de verordening ((EU) Nr. 596/2014)

7 Tot 1 januari 2015 kon er uiteraard ook al aangifte worden gedaan van vermoedens van benchmarkmanipulatie, maar dan waren andere strafrechtelijke bepalingen in het geding zoals valsheid in geschrifte.

2. Het begrip benchmark

8

Voor een goed begrip van de werking van benchmarks is het belangrijk onderscheid te maken tussen submission benchmarks en transactie gebaseerde benchmarks.

Submission benchmarks (ook wel panel benchmarks) komen tot stand wanneer meerdere partijen hun prijzen, waarden, (in)schattingen of standen doorgeven aan de centrale beheerder van de benchmark. De beheerder stelt vervolgens op een bepaald moment de benchmark vast en publiceert deze. Euribor en Libor⁸ zijn hiervan bekende voorbeelden. Sommige financiële benchmarks voor commodities⁹ komen op vergelijkbare wijze tot stand, zoals bijvoorbeeld voor olie (Brent/Platts) en goud (London Gold Fixing).

Transactie gebaseerde benchmarks komen daarentegen tot stand wanneer een centrale beheerder rechtstreeks transactiegegevens uit de markt haalt en op basis daarvan de benchmark vaststelt en publiceert. Een belangrijke benchmark die tot stand komt op basis van transacties is de WM/Reuters voor valutakoersen.¹⁰ Deze stelt ieder uur een koers vast voor 160 valutaparen.

Het belangrijkste ijkpunt is de dagelijkse 4p.m. fix, die wordt gezien als de meest zuivere weergave van de koers van de dag.

Veel marktpartijen willen op deze koers handelen of waarderen hun portefeuille op basis van deze stand. Een andere bekende benchmark die tot stand komt op basis van transacties is de Euro OverNight Index Average (Eonia), die een indicatie geeft tegen welk tarief banken binnen het Eurogebied geld van elkaar kunnen lenen voor één nacht.

Alle vormen van benchmarks kunnen vatbaar zijn voor manipulatie, maar de risico's verschillen al naar gelang de wijze waarop de benchmark tot stand komt. Zo is er bij Euribor, Libor en andere submission benchmarks bijvoorbeeld het risico op samentopping wanneer slechts een selecte groep een inschatting van het rentetarief geeft aan de beheerder. Bij transactie gebaseerde benchmark is een risico dat partijen met hun transacties anticiperen op de korte en tijdsbepaalde periode (*fixing window*) waarin de benchmark wordt vastgesteld.

Bij iedere benchmark zijn in ieder geval drie partijen betrokken: (i) een bijdrager, (ii) een beheerder en (iii) een gebruiker.

⁸ Ruim 500.000 miljard euro is wereldwijd gemoeid met financiële contracten die gekoppeld zijn aan Libor en Euribor.

⁹ Jaarlijks wordt voor circa 3 miljard euro aan commodityderivaten met behulp van benchmarks verhandeld, zie ook http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/benchmarks/130918_impact-assessment_en.pdf

¹⁰ Op basis van de meest recente data van de Bank of International Settlements (BIS, april 2013) is berekend dat er dagelijks voor \$ 5,3 biljoen (\$ 5.300 miljard) werd gehandeld in valuta.

Bijdrager: partij geeft prijzen, waarden, inschattingen of standen door aan de beheerder. Daarnaast kunnen marktpartijen simpelweg door een transactie aan te gaan ook bijdrager worden.

Beheerder: partij die verantwoordelijk is voor het vaststellen en publiceren van de benchmark. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de beurs of andere onafhankelijke partijen zoals de European Money Markets Institute en de International Swaps and Derivatives Association.

Gebruiker: iedere professionele marktpartij die direct of indirect gebruik maakt van de benchmark.

3. Manipulatierisico's van benchmarks

10

Zowel submission als transactie gebaseerde benchmarks zijn inherent gevoelig voor manipulatie. Dit komt onder andere doordat verschillende partijen, met uiteenlopende belangen, betrokken zijn bij de totstandkoming van de benchmark. Deze belangenconflicten kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op het eigen belang van een instelling versus het klantbelang of de vermenging van privé en zakelijke belangen van individuele handelaren. De aard van het risico op manipulatie verschilt natuurlijk per benchmark, maar enig risico is altijd (latent) aanwezig.

Dit inherente manipulatie11 hangt samen met de verschillende eigenschappen van een benchmark.

Bij submission benchmarks neemt het risico toe wanneer sprake is van de volgende eigenschappen:

- Constructies waarbij de benchmark tot stand komt door bijdragen van een *klein aantal partijen* die elkaar kennen.
- Situaties waarin de benchmark wordt vastgesteld op basis van *subjectieve en moeilijk verifieerbare input*. Bijvoorbeeld schattingen van rentestanden door panelleden die moeilijk verifieerbaar zijn.
- Situaties waarin de *'outliers'* worden meegewogen in de vaststelling van de benchmark.

Bij transactie gebaseerde benchmarks zijn belangrijke risico eigenschappen:

- Situaties waarin een *klein aantal partijen* met een (zeer) groot marktaandeel een grote impact heeft op de totstandkoming van de benchmark.
- Er sprake is van een *illiquide markt*, met slechts een beperkt aantal transacties om een benchmark te voeden.
- Wanneer er sprake is van een *kort tijdvenster* om de benchmark vast te stellen, waardoor de impact van (grote) transacties relatief groot is.

Het totstandkomingsproces van benchmarks moet transparant zijn. Belangrijk is dat alle partijen weten hoe de benchmark wordt vastgesteld, zodat sprake is van een *level playing field*. Maar dit betekent niet dat vooraf voor bijdragers duidelijk hoeft te zijn of en wanneer zij gevraagd worden bij te dragen aan de benchmark dan wel dat hun bijdrage ook daadwerkelijk gebruikt wordt. Deze discretie hebben beheerders van benchmarks, juist om pogingen tot manipulatie tegen te gaan. In de praktijk wordt deze werkwijze bij een aantal benchmarks gehanteerd, terwijl andere benchmarks gebruik maken van een vast panel, een vaste rekenmethodiek en een vast tijdstip van vaststelling.

¹¹ Met 'inherent risico' wordt hier bedoeld: het risico dat een benchmark gemanipuleerd kan worden puur op basis van de eigenschappen van de benchmark en los van eventuele controlemechanismes.

Internationale regelgeving en principes

The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) heeft principes uitgevaardigd voor het beheer en gebruik van financiële benchmarks.¹² Ook de Financial Stability Board (FSB) heeft een aantal principes gepubliceerd voor betere beheersing van valutabenchmarks.¹³ Op Europees niveau hebben toezichthouders European Banking Association (EBA) en European Securities and Markets Authority (ESMA) principes gepubliceerd voor banken die een bijdrage leveren aan benchmarks.¹⁴ Zij schrijven bijvoorbeeld voor dat banken beleid moeten hebben voor alle relevante stappen van het proces en alle mogelijke vormen van belangentegenstelling goed moeten beheren. DNB en de AFM zijn betrokken geweest bij de

ontwikkeling van deze principes en onderschrijven deze volledig.

De Europese Commissie heeft een verordening voorgesteld ter regulering van het totstandkomingsproces en het gebruik van diverse typen benchmarks.¹⁵ Deze verordening is nog niet vastgesteld en zal daarom naar verwachting pas in 2016 in werking treden. De verordening omvat onder meer een registratie- en vergunningplicht en doorlopend toezicht op beheerders van benchmarks. Zoals reeds eerder genoemd, loopt de Nederlandse wetgeving vooruit op de Europese Market Abuse Regulation en ziet de AFM per 1 januari 2015 al toe op het verbod op benchmarkmanipulatie.

Internationaal en nationaal toezicht

In het Verenigd Koninkrijk is besloten om Libor onder toezicht van de Financial Conduct Authority (FCA) te plaatsen en het beheer over te dragen aan een onafhankelijke partij. Dit naar aanleiding van het Wheatley rapport.¹⁶ Inmiddels hebben de Britse autoriteiten besloten nog zeven andere benchmarks onder toezicht te plaatsen.¹⁷ Verder zijn in internationaal verband stappen gezet om submission benchmarks minder kwetsbaar voor manipulatie te maken.¹⁸

- 12 International Organization of Securities Commissions, 'Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets Final Report September 2011' via <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD358.pdf>
- 13 http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140930.pdf?page_moved=1
- 14 http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-659_esma-eba_principles_for_benchmark-setting_processes_in_the_eu.pdf
- 15 Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende indices die als benchmarks worden gebruikt voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten (COM (2013) 641 final).
- 16 https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf
- 17 <http://www.fca.org.uk/news/fca-to-regulate-seven-additional-financial-benchmarks> SONIA en RONIA, WM/Reuters 4p.m., ISDAfix, London Gold Fixing, LMBA Silver Price, ICE Brent Index.
- 18 Onder andere door het FSB na review van IOSCO: http://www.financialstabilityboard.org/2014/07/r_140722/ en http://www.financialstabilityboard.org/2014/07/r_140722a/

De afgelopen jaren hebben toezichthouders een aantal impactvolle internationale onderzoeken naar benchmarkmanipulatie uitgevoerd. Hieronder volgt een selectie hiervan.

Onderzoeken naar mogelijke manipulatie van: Euribor (door onder meer de Europese Commissie¹⁹), valuta (door verschillende toezichthouders wereldwijd,²⁰ waaronder ook DNB en AFM²¹), edelmetalen (door Noord-Amerikaanse en Britse toezichthouders²²), aluminium (door de Amerikaanse senaat²³) en olie (door de CFTC en de Europese Commissie²⁴).

DNB en AFM kunnen bestuursrechtelijk optreden tegen manipulatie van benchmarks door instellingen die onder hun toezicht staan. Ook hebben zij de mogelijkheid om aangifte te doen bij het Openbaar Ministerie voor strafrechtelijke vervolging van integriteitsovertredingen.

¹⁹ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1208_en.htm

²⁰ <http://www.bloomberg.com/infographics/2014-08-13/forex-investigation-a-global-affair.html>

²¹ <http://www.afm.nl/nl/over-afm/thema/handel-infrastructuur-integer/onderzoek-manipulatierisico-benchmarks.aspx>

²² Zie o.a. onderzoek CFTC naar zilver: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6709-13>

²³ Zie voor rapport: <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-wall-street-involvement-with-physical-commodities>

²⁴ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-435_en.htm

²⁵ Nota van wijziging bij de Wijzigingswet FM 2015, TK 2013-2014, 33 918, nr. 5, p. 9/10

Wettelijke grondslag DNB-AFM inzake toezicht op benchmarkmanipulatie:

- DNB → artikelen 3:10 en 3:17 Wft, verplichting tot het hebben van een integere en beheerste bedrijfsvoering.
- AFM → artikel 4:11 en 4:14 Wft, equivalent aan bovenstaande bevoegdheid DNB.
 - met ingang van 1 januari 2015 artikel 5:58a Wft, verbod op manipulatie van benchmarks.

De focus van de AFM wat betreft haar toezicht op het verbod op manipulatie van benchmarks ligt bij instellingen en financiële instrumenten die een significante impact hebben op de Nederlandse markt.²⁵ De reikwijdte van het AFM toezicht op het verbod op manipulatie van benchmarks strekt verder dan dat. Meer leest u in onderstaande figuur.

De AFM heeft bevoegdheid ten aanzien van benchmarkmanipulatie als:

- Het effect van de manipulatie in Nederland is, waarbij de pleegplaats ergens in Nederland, een EU lidstaat óf een andere niet-EU staat mag zijn.
- Het effect van de manipulatie in een andere EU lidstaat is, maar de manipulatie is gepleegd vanuit Nederland.

In haar toezicht maakt de AFM onder andere gebruik van signalen uit de markt. Verzoek aan (markt)partijen is om contact op te nemen als zij vermoeden dat er sprake kan zijn van manipulatie of andere niet-integere gedragingen.²⁶ Bovendien moeten financiële instellingen op basis van artikel 12 Besluit Prudentiële Regels bij de Wft incidenten vastleggen, maatregelen treffen en DNB hierover informeren. Een incident betreft op grond van de wet "een gedraging of gebeurtenis die een ernstig gevaar vormt voor de integere uitoefening van het bedrijf van de desbetreffende financiële instelling".

LEESTIP: Op www.afm.nl vindt u een Q&A over het toezicht op benchmarkmanipulatie.²⁷

²⁶ Mail naar STRdesk@afm.nl of bel met +31 20 797 3716

²⁷ www.afm.nl/vragen-manipulatie-benchmark

4. Betrokkenheid van Nederlandse partijen bij benchmarks

14

De meeste benchmarks worden buiten Nederland vastgesteld en beheerd. Daarom ligt de focus in dit onderzoek bij de bijdragers aan en gebruikers van benchmarks. Gekeken is naar rente-, valuta- en commoditybenchmarks.

DNB en de AFM hebben de betrokkenheid van Nederlandse financiële instellingen bij benchmarks onderzocht, door middel van:

- Eigen data-analyse;
- Uitvraag bij banken;
- Een enquête onder zowel financiële als niet-financiële partijen gericht op benchmarks;
- Gesprekken met banken en andere financiële partijen;
- *Round tables* met marktpartijen; en
- Doorlopende informatie-uitwisseling met buitenlandse toezichthouders zoals de FCA, CFTC en BaFin.

Rentebenchmarks

Alleen de grotere banken dragen bij aan bekende en veel gebruikte rentebenchmarks zoals Libor, Euribor en EONIA. Verder is de invloed van Nederlandse financiële instellingen in submission gedreven rentebenchmarks beperkt. Wel zijn er banken die een bijdrage leveren aan lokale rentebenchmarks in Europa en Azië.

Rentebenchmarks worden door Nederlandse financiële en ook niet-financiële partijen gebruikt voor de verrekening van interne transacties, performancemaatstaven, swaps en vergoedingen op schuldinstrumenten. Ook worden lokale internationale benchmarks gebruikt, bijvoorbeeld om het renterisico van een lening in lokale valuta af te dekken.

Valutabenchmarks

Nederlandse partijen, zowel banken als andere financiële en niet-financiële partijen, dragen bij met hun transacties aan de totstandkoming van een valutabenchmark als ze handelen tijdens “fixes” (zoals de WM/Reuters 4p.m.), waarbij transacties binnen een tijdsperiode een wisselkoers bepalen. Daarnaast dragen sommige banken bij aan lokale valutabenchmarks via transacties of deelname aan een panel. Zo wordt de wisselkoers van veel ‘non-deliverable’ instrumenten voor opkomende markten door panels bepaald.²⁸

Voor valuta gebruiken diverse Nederlandse marktpartijen vooral de WM/Reuters- en de ECB-fix, omdat transacties daarmee beter te verifiëren en te verantwoorden zijn dan transacties buiten de fix waarbij de koers kan schommelen. Ook voor het afdekken van valutarisico's van vooral de minder grote valuta's wordt vaak (indirect) gebruik gemaakt van benchmarks.

Leestip: Meer informatie over de rol van Nederlandse banken in de valutamarkt vindt u in paragraaf 6 van dit rapport.

²⁸ Zie voor eerdere berichtgeving over manipulatie van dit instrument in Singapore ook: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fed38a0a-d4d5-11e2-b4d7-00144feab7de.html#axzz3Mnm5kvZ5>

Commoditybenchmarks

Nederlandse financiële instellingen dragen bij aan de totstandkoming van commodity benchmarks, omdat ze transacties doen in onderliggende markten of in afgeleide financiële producten. Ook maken Nederlandse partijen gebruik van commodity benchmarks zoals de Standards & Poors Goldman Sachs Commodity Index (S&PGSCI) als performance indicator.

DNB en de AFM doen in 2015 nader onderzoek naar de betrokkenheid van Nederlandse partijen bij commoditybenchmarks om hierop beter zicht te krijgen. Aanleiding is het rapport van de Amerikaanse Senaat (2014)²⁹ waaruit blijkt dat drie Amerikaanse banken actieve en conflicterende rollen spelen door zelf te handelen in grondstoffen en tegelijk productie- en opslagcapaciteit in eigendom hebben. De Nederlandse situatie lijkt anders omdat Nederlandse banken alleen voor hun klanten financieringen doen. Maar het kan zijn dat Nederlandse niet-financiële partijen in staat zijn een vergelijkbare invloed op commoditybenchmarks uit te oefenen, gegeven de aard en omvang van hun activiteiten op zowel fysieke als financiële markten.

Voorbeelden van rente-, valuta- en commoditybenchmarks

Voorbeelden verschillende soorten benchmarks		
Rente	Valuta	Commodity
■ Libor	■ WM/Reuters 4	■ LME Aluminum
■ Euribor	p.m. Londen fix	■ OIL-BRENT-ICE
■ EONIA	■ ECB-fix	■ NYMEX
■ Jibor	■ NDF (emerging	■ ROZ / IPD
■ Wibor	markets)	■ S&P GSCI
■ KOFIA	■ EMTA	■ ICE-ENDEX

29 Zie wederom rapport: <http://www.hsgac.senate.gov/download/report-wall-street-involvement-with-physical-commodities>

5. Manipulatierisico's: risicobewustzijn van bijdragers neemt toe

16

Na de Libor-affaire zijn internationaal diverse onderzoeken gestart naar de mogelijke manipulatie van bijdragers aan benchmarks.³⁰ Tevens zijn procedures rondom sommige benchmarks door beheerders en toezichthouders aangescherpt. Hierbij is voor een bank die bijdraagt aan deze benchmarks veelal sprake van toegenomen verplichtingen ten opzichte van de beheerder, zoals de uitvoering van een periodieke audit door een externe accountant.

Uit het onderzoek van DNB en de AFM blijkt dat Nederlandse instellingen, met name banken, zich mede door de diverse internationale boetes en onderzoeken inmiddels meer bewust zijn van hun betrokkenheid bij de totstandkoming van benchmarks. De risico's op manipulatie beheersen zij nog onvoldoende.

- Het beëindigen van hun betrokkenheid als bijdrager aan bepaalde benchmarks.
- Het formuleren en aanscherpen van beleid en procedures voor hun bijdragen aan benchmarks.
- Het verstevigen van controles (waaronder vier-ogen-principe en functiescheiding) op het submissionproces, inclusief het verbeteren van ondersteunende IT-tooling.

- Het inbedden van benchmarkprocessen in de reguliere monitoring en review door tweede- en derdelijnsfuncties.
- Lijnmanagement die verantwoordelijkheid neemt voor het beoordelen en sanctioneren van eventuele pogingen tot manipulatie.

Good practice: Betrokkenheid bij benchmarks wordt door instellingen periodiek geëvalueerd en afgestemd op de aard, omvang en het risicoprofiel van de bedrijfsactiviteiten.

DNB en AFM merken bij deze verbeteracties een aantal zaken op, namelijk:

- De verbetermaatregelen zijn relatief laat opgestart en nog onvoldoende.³¹
- De maatregelen helpen feitelijk de voorheen onvoldoende beheerste bedrijfsvoering van instellingen ten aanzien van benchmarks te repareren.
- Instellingen richten zich bij hun maatregelen in eerste instantie op benchmarks die media-aandacht hebben gehad, terwijl de beheersing rond andere minder in het oog springende benchmarks nog moet worden verbeterd.
- De verbetermaatregelen worden vooral op het hoofdkantoor ontwikkeld en uitgerold, terwijl verdere inbedding op locaties elders in de wereld nog nodig is om groepsbreed de beheersing ten aanzien van betrokkenheid bij benchmarks op orde te krijgen.

³⁰ <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieff/persberichten-2013/dnb298704.jsp>

³¹ Barclays heeft bijvoorbeeld al in juni 2012 forse boetes gekregen voor Libor manipulatie wat ook nadrukkelijk in de media is geweest.

Good practice:

- De *three lines of defence* beschikken over hetzelfde kennisniveau en risicobewustzijn ten aanzien van de benchmarks waar de instelling aan bijdraagt.
- Beheersbeleid met betrekking tot benchmarks wordt in alle onderdelen en locaties van de financiële instelling eenduidig geïmplementeerd en nageleefd.

Instellingen hebben weinig zicht op hun rol als bijdrager bij transactie gebaseerde benchmarks. Zij zagen zichzelf in eerste instantie enkel en alleen als gebruikers, maar zien nu meer in dat zij met hun transacties feitelijk een bijdrage leveren aan de totstandkoming van de benchmark. Dit bewustzijn groeit mede door verschillende internationale onderzoeken en kennisneming van de EBA/ESMA definities van een benchmark in dit onderzoek.

DNB en de AFM stellen vast dat met name banken pas recent een aantal verbeteracties ten aanzien van hun betrokkenheid bij transactie gebaseerde benchmarks zijn gestart, zoals:

- Inventarisatie van hun betrokkenheid als bijdrager aan de verschillende benchmarks.
- Onderzoek naar (eerdere) eigen handelsgedragingen en communicaties in relatie tot bepaalde benchmarks.
- Evaluatie van bestaand beleid en procedures rond benchmarks. Het opstarten van een bredere review van de interne beheersomgeving van bepaalde benchmarks, inclusief het inrichten van doorlopende monitoring van transacties en communicaties.

DNB en de AFM verwachten dat instellingen de verbeteracties voor alle benchmarks waar zij bij betrokken zijn op zo kort mogelijke termijn afronden om naar de toekomst toe het risico op benchmarkmanipulatie te minimaliseren.

Chatgedrag bij benchmarkmanipulatie

In de diverse onderzoeken wereldwijd naar valutamanipulatie (net als in andere onderzoeken naar benchmarkmanipulatie) is gebleken dat het detecteren van dit soort niet-integere gedragingen in grote mate moet plaatsvinden door het systematisch doorzoeken van vastgelegde communicaties. Dit betreft zowel geschreven als gesproken communicaties, waarbij in het bijzonder aandacht uitgaat naar communicatie via chatrooms. Bedrijven als Bloomberg en Reuters bieden diensten aan voor het opzetten en beheren van chatrooms waarin twee of meer partijen kunnen participeren. Financiële instellingen maken op grote schaal gebruik van deze diensten.

Uit diverse onderzoeken naar manipulaties is gebleken dat betrokken medewerkers en managers verschillende communicatiemiddelen gebruikten om hun plannen tot manipulatie vooraf te delen met anderen, anderen opdracht te geven tot manipulatie of om anderen te vragen deel te nemen aan de manipulatie. Met name het grote volume aan chatcommunicaties en het specifieke taalgebruik maken het lastig voor interne en externe toezichthouders om niet-integere gedragingen zoals benchmarkmanipulatie te herkennen.

18

Handelaren communiceren de gehele dag intern en met tegenpartijen en gebruiken daarbij een eigen codetaal ('slang') die alleen voor ingewijden te begrijpen is.³²

Communicaties van medewerkers (handelaren en verkopers) werden tot recent niet gemonitord door management en controlefuncties. Maar inmiddels zijn veel banken begonnen met het inregelen van processen en systemen om dergelijke communicaties doorlopend te kunnen monitoren.³³ Belangrijk hierbij is dat de zoekfunctionaliteit dynamisch is, wat betekent dat de lijst van te doorzoeken woorden regelmatig geactualiseerd wordt op basis van nieuwe informatie zoals nieuw gesignaleerde gedragingen, nieuwe incidenten of berichten in de media.

32 Zie in dit kader als voorbeeld de communicatie tussen FX traders zoals gepubliceerd door de CFTC: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/hsbcmisconduct11114.pdf>

33 Een specifiek punt van aandacht hierbij is de geldende privacywetgeving in de verschillende jurisdicties waar een instelling actief is.

34 De Europese Commissie betreft in haar onderzoek bijvoorbeeld al het gebruik van Facebook, zie: http://www.bloomberg.com/news/2014-10-27/fx-traders-facebook-chats-said-to-be-sought-in-eu-probe.html?__hstc=243294234.9fcd1994755293d8daf5b75ca44ebf9f.1411470433303.1412692142615.1414494568574.3&__hssc=243294234.1.1414494568574&__hsfp=10845793289293d8daf5b75ca44ebf9f.1411470433303.1412692142615.1414494568574.3&__hssc=243294234.1.1414494568574&__hsfp=1084579328

Banken zijn verder bezig met het opstellen van beleid ten aanzien van het gebruik van chat-communicatie. DNB en de AFM zijn van mening dat gegeven de toenemende variëteit aan communicatiemedi³⁴ dit beleid breder getrokken zou moeten worden om ook niet-integer gedrag via andere communicatiekanalen zoals mobiele telefoons en Facebook tegen te gaan.

Good practice: Communicaties en transactiepatronen in relatie tot benchmarks worden doorlopend en in samenhang gemonitord op niet-integer gedrag.

Benodigde gedragsverandering

Zoals hiervoor beschreven hebben wetgevers, toezichthouders en instellingen al verschillende acties ondernomen om het risico op manipulatie te beperken. DNB en de AFM zijn echter van mening dat de aanpak van het onderliggende gedrag, dat veelal ten grondslag lag aan benchmarkmanipulaties, nog veel meer aandacht verdient.

Gebleken is dat de gesignaleerde niet-integere handelingen omtrent benchmarks veelal veroorzaakt werden door normvervaging binnen groepen handelaren en submitters. Er was in veel gevallen sprake van subculturen binnen de financiële sector die dit gedrag in de hand werkten of zelfs cultiveerden. Kenmerken van die subculturen waren onder meer dat:

- Personen binnen de groep elkaar al geruime tijd kennen van vorige werkgevers of opleidingen.
- Personen binnen de groep nauwe informele contacten en persoonlijke relaties onderhouden buiten het werk.
- Groepen strikt de exclusiviteit bewaakten ten opzichte van buitenstaanders en nieuwkomers niet zomaar werden toegelaten.
- Binnen de groep een eigen taal werd ontwikkeld waarmee onderling, bijvoorbeeld in chatrooms, werd gecommuniceerd.
- De groep zich cynisch uitliet over buitenstaanders zoals andere marktpartijen, klanten of personen binnen de eigen organisatie.

De recente schandalen hebben de schadelijkheid van dit soort groepsgedrag blootgelegd. Maar dit soort subculturen zijn hardnekkig. DNB en de AFM zien dat financiële instellingen meer oog hebben voor gedrag en cultuur op de werkvloer en zich meer bewust zijn van potentiële belangenconflicten bij medewerkers. Dit is een goede stap, maar er is meer concrete actie is nodig om het gedrag structureel te veranderen.³⁵

Good practice: Sturing (*tone at the top*) om integriteitsrisico's binnen handelsvloeren te minimaliseren vereist continue aandacht voor stimulering van gewenst gedrag en ontmoediging van ongewenst gedrag.

Belangrijk is dat het (senior)-management het cultuuraspect onderkent en ook actief adresseert om integriteitsrisico's te verkleinen. Daarom moet het management dit onderwerp hoog op de agenda zetten, een helder integriteitsbeleid voeren en de juiste denkwijze en houding bij handelaren en hun directe managers borgen. Dit vraagt om een integrale aanpak en is bovendien niet van de een op de andere dag gerealiseerd. Een van de instrumenten die hieraan kan bijdragen is het expliciet meenemen van integriteitsaspecten als indicatoren voor de beoordeling en beloning van medewerkers en managers.

Good practices:

- Medewerkers worden gestimuleerd en gefaciliteerd in het intern melden van mogelijke integriteitsschendingen (van collega's of andere marktpartijen) en hier wordt opvolging aan gegeven.
- Bij de formulering en uitvoering van prestatie- en beloningsindicatoren van (groepen) handelaren worden integriteitsaspecten expliciet meegenomen.

³⁵ Zie in dit kader ook <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2014/okt/brochure-verandervermogen>

20 Uit dit onderzoek en andere onderzoeken blijkt dat instellingen beschikken over strikte procedures voor beoordeling van overtredingen door het senior management. Dat is positief. Maar zij missen veelal een duidelijk en consistent beleid voor de beoordeling en sanctionering van overtredingen ten aanzien van benchmarkactiviteiten. Een ondersteunend kader helpt om overtredingen naar hun aard, omvang en impact op consistente wijze te kunnen wegen en op gepaste wijze te sanctioneren. Ook dit instrument kan bijdragen aan het realiseren van de beoogde gedragsverandering, wanneer voor iedereen helder is wat de consequenties zijn van niet-integer gedrag in relatie tot benchmarks.

Good practice: Beoordeling en sanctionering van integriteitsovertredingen zoals (poging tot) manipulatie van een benchmark vindt op eenduidige wijze plaats met passende maatregelen om herhaling te voorkomen.

6. Betrokkenheid Nederlandse banken bij valutahandel beperkt maar nog altijd materieel

DNB en de AFM onderzoeken in hoeverre Nederlandse banken betrokken zijn bij valutahandel. Dit onder meer naar aanleiding van de internationale berichtgeving over mogelijke manipulatie van de valutahandel. Hoewel dit onderzoek pas medio 2015 wordt afgerond, zijn er al een aantal observaties te delen.

Valutahandel was niet in dezelfde mate gereguleerd in het gedragstoezicht zoals aandelenhandel dat is. De valutamarkt wordt door haar gigantische omvang van \$ 5.300 miljard en grote liquiditeit vaak gezien als een markt van 'perfecte competitie'. De valutahandel kenmerkt zich door haar 24/7 karakter waarbij transacties in allerlei valutacombinaties op diverse locaties in de wereld al dan niet via platforms worden afgesloten tussen legio partijen. Niettemin gelden een aantal valutabenchmarks als belangrijke graadmeter voor de vaststelling van portfoliowaardes, investeringen, etc. Zoals eerder in dit rapport genoemd is de 4 P.M. WM/Reuters fix een van de meeste gebruikte valutabenchmarks wereldwijd.

Door het grote aantal partijen dat valuta's aanbiedt en vraagt, is lang verondersteld dat manipulatie van wisselkoersen niet voor de hand lag. Om die reden heeft de valutahandel jarenlang slechts beperkt de aandacht van internationale toezichthouders gehad.

Recente internationale onderzoeken en schikkingen³⁶ 21 maken duidelijk dat zowel manipulaties van benchmarks en ander niet-integere gedragingen voorkomen in de valutahandel.

Voorbeelden niet-integere gedragingen:

De hieronder opgesomde voorbeelden komen niet uitsluitend voor in valutahandel:

- *Gebruik of delen van vertrouwelijke klantinformatie:* als handelaren weten dat een klantorder van invloed kan zijn op de wisselkoers, bestaat het risico dat deze kennis misbruikt wordt voor transacties voor eigen rekening of gedeeld wordt met andere handelaren. Een voorbeeld is de "building the fix", waarbij handelaren hun transacties voorafgaand aan de fix coördineren om deze in een bepaalde richting te bewegen.
- *Front running:* handelaren kunnen op basis van verkregen informatie voorafgaand aan de fix een positie opbouwen om een klantorder zo duur/winstgevend mogelijk af te rekenen. Hier is wel de koppeling tussen coördinatie met anderen en/of een groot marktaandeel enerzijds en een gebrek aan tegenpartijen die tegengestelde transacties op de fix uitvoeren anderzijds, voor nodig.
- *Triggeren van stop-loss orders:* handelaren kunnen, met kennis over stop-loss orders van klanten, zelfstandig of in combinatie met anderen transacties voor eigen risico doen om de wisselkoers te bewegen naar het vereiste stop-loss niveau van een klant en hierop marge maken. Dit kan alleen met grote transactievolumes, al dan niet gekoppeld aan illiquide tijdstippen of valuta's.

³⁶ Zie bijvoorbeeld: <http://www.fca.org.uk/news/fca-fines-five-banks-for-fx-failings>

- *Painting the tape*: handelaren kunnen een groot aantal 'neptransacties' doen met zichzelf of met meewerkende handelaren van andere partijen om gewenste koersbewegingen te creëren.
- *Banging the close tijdens fixing moment*: handelaren kunnen een groot aantal (niet-economische) orders gedurende het fixing window plaatsen om een fix in de gewenste richting te bewegen.
- *Belangenconflict bij panel benchmarks*: daar waar valutakoersen door een panel van banken worden bepaald, zoals in diverse opkomende markten, kan sprake zijn van samenspanning en belangenconflicten. Er is bijvoorbeeld sprake van een potentieel belangenconflict als de banken die deelnemen aan een panel tegelijkertijd zelf handelaar zijn.

Integriteitsrisico's en risicobewustzijn van Nederlandse banken over de valutahandel

Nederlandse banken hebben gemiddeld genomen een klein aandeel in de mondiale valutamarkt (minder dan 1%). Dat wil niet zeggen dat er bij hen geen risico op manipulatie aanwezig is. Banken hebben namelijk relatief grote posities in sommige kleinere valuta. Bovendien kunnen relatief kleinere banken met hun transacties bij bepaalde marktomstandigheden (o.a. bij weinig liquiditeit en/of ongebruikelijk grote klantorders) ook impact hebben op de wisselkoers.

Het kennisniveau en risicobewustzijn van Nederlandse banken over mogelijke niet-integere gedragingen in valutahandel was laag, maar is tijdens het onderzoek toegenomen. DNB en AFM verwachten dat banken nog extra stappen zetten en de risico's op manipulatie en ander niet-integer gedrag voor al hun valuta-activiteiten doorgronden en beheersen. Te denken valt aan de integriteitsrisico's bij deelname aan panels, de handel in relatief kleinere munteenheden (o.a. op decentrale locaties) en de omgang met ongebruikelijk grote transacties van klanten.

Gebruikers van valutabenchmarks menen dat zij weinig kunnen doen tegen eventuele manipulatie van valutakoersen. Ze voelen zich afhankelijk van brokers (meestal banken) voor de verwerking en uitkomst van hun transacties. Banken brengen hier tegen in dat het juist de gebruikers zijn die hen onder druk zetten om de valutabenchmarks te verslaan. Zij stellen dat veel risico's weggenomen kunnen worden als gebruikers meer bewust een afweging maken om wel of niet op de benchmark hun transacties te plaatsen.

DNB en de AFM zijn van oordeel dat bijdragers en gebruikers allebei een verantwoordelijkheid hebben om integriteitsrisico's ten aanzien van valutahandel te mitigeren. De primaire verantwoordelijkheid daarvoor ligt bij de partijen die de orders uitvoeren. Maar ook de partijen die hun orders laten uitvoeren door anderen, en in het bijzonder zij die gebruik maken van valutabenchmarks, hebben de mogelijkheid om de risico's op manipulatie zelf te verkleinen (zie ook hoofdstuk 7).

De tendens in de valutamarkt is dat transacties meer geautomatiseerd worden uitgevoerd. Hiermee zullen in principe de integriteitsrisico's afnemen. Immers, dit vermindert het risico dat één of meerdere handelaren invloed op de transactie uitoefenen om valutakoersen te manipuleren. Maar er blijven risico's. Daarom doen autoriteiten al onderzoek naar het risico op manipulatie bij gebruik van geautomatiseerde systemen.³⁷

³⁷ Noord-Amerikaanse autoriteiten onderzoeken in dit kader bijvoorbeeld ook algoritmes van banken op mogelijke manipulatie, zie ook: <http://uk.reuters.com/article/2014/12/11/uk-usa-banks-forex-probe-idUKKBN0jPOBl20141211>

7. Manipulatierisico's: onvoldoende bewustzijn van gebruikers

24

DNB en de AFM constateren dat veel instellingen pas recent zijn gaan nadenken over de risico's van het gebruik van transactie gebaseerde benchmarks. Dit komt omdat zij de benchmark voorheen enkel als gegeven beschouwden en zich niet verdiepten in kwetsbaarheden voor manipulatie van de gebruikte benchmarks. Instellingen blijken tevens onvoldoende zicht te hebben op de eigen invloed op transactie gebaseerde benchmarks.

DNB en AFM zijn van oordeel dat er diverse maatregelen genomen moeten worden door gebruikers om het risico dat tegenpartijen transactie gebaseerde benchmarks manipuleren, te verkleinen. Allereerst moeten gebruikers alert zijn op de integriteit van tegenpartijen waarmee zaken wordt gedaan. Er zijn instellingen die gebruik maken van integriteitscriteria voor de selectie van tegenpartijen. Bij constatering van niet-integer gedrag kan de gebruiker zijn tegenpartij hierop aanspreken en de relatie heroverwegen. Ten tweede moeten gebruikers zich bewust zijn van de wijze waarop ze hun orders uitzetten bij tegenpartijen. Zo kan de timing van een order de gebruiker kwetsbaar maken voor manipulatie. Sommige instellingen zetten daarom bewust orders uit bij meerdere tegenpartijen, zodat deze gemotiveerd wordt om enkel in het belang van haar klant te handelen en daarmee niet-integer gedrag met eventueel manipulatie tot gevolg te voorkomen.

Good practice:

- Gebruikers houden bij hun selectie van tegenpartijen rekening met bekende niet-integere gedragingen zoals manipulatie van benchmarks en spreken bestaande tegenpartijen aan bij constatering van niet-integere gedragingen.
- Bij het laten verrichten van transacties op een benchmark zijn gebruikers er alert op welke informatie wanneer aan één of meerdere tegenpartijen wordt verstrekt.

Bijlage

Benchmark: de Europese Marktmissbruikverordening definieert een benchmark als een aan het publiek bekendgemaakte of gepubliceerde rente, index of getal dat periodiek of regelmatig wordt bepaald door een formule toe te passen op, of afgeleid van: de waarde van een of meer onderliggende activa of prijzen, met inbegrip van geraamde prijzen, feitelijke of geraamde rentetarieven of andere waarden, dan wel enquêtegegevens, en op basis waarvan het voor een financieel instrument te betalen bedrag of de waarde van een financieel instrument wordt bepaald.

Euribor: de Euro Interbank Offered Rate, die wordt vastgesteld op basis van de bijdrage van een selectie panelbanks door opgave van de rente die deze banken verwachten te moeten betalen op leningen met looptijden variërend van één week tot één jaar. Goed beschouwd is er dus geen sprake van een Euribor rentetarief, maar zijn er acht tarieven. Euribor wordt iedere werkdag om 11.00 uur Europese tijd vastgesteld door de European Money Markets Institute (EMMI).

Libor: de London Interbank Offered Rate (LIBOR) is de gemiddelde interbancaire referentierentevoet waartegen een selectie van banken op de Londense geldmarkt elkaar leningen verstrekt voor een bepaalde termijn. Basis hiervoor betreft de opgave van een selectie panelbanken van de rente die deze banken verwachten te moeten betalen op leningen met looptijden variërend van één dag tot één jaar. De rentevoet wordt voor tien verschillende valuta's vastgesteld door ICE Benchmark Administration Limited.

Eonia: de Euro OverNight Index Average is het gemiddelde rentetarief waartegen een selectie van Europese banken elkaar leningen verstrekt die een looptijd hebben van 1 dag. Eonia kan daarmee beschouwd worden als het overnight Euribor tarief. Eonia wordt beheerd door EMMI, met ondersteuning van de Europese Centrale Bank (ECB) voor de dagelijkse berekening.

Ronia: de Repurchase OverNight Index Average is een benchmark gebaseerd op het gewogen gemiddelde van alle secured sterling overnight transacties van een aantal geselecteerde partijen in Londen tussen 00.00 en 16.15 uur Londense tijd.

Sonia: de Sterling OverNight Index Average is een benchmark gebaseerd op het gewogen gemiddelde van alle unsecured Sterling overnight transacties van een aantal geselecteerde partijen in Londen tussen 00.00 en 16.15 uur Londense tijd.

4p.m. WM/Reuters fix: voor elk afzonderlijk valutapaar wordt deze benchmark afgeleid van de transacties die binnen een minuut – 30 seconden voor en 30 seconden na 4 p.m., ook wel de "fix" genoemd – via elektronische handelsplatformen worden verricht in het betreffende valutapaar. Kort daarna wordt vervolgens de waarde van de wisselkoers gepubliceerd. WM/Reuters stelt de fix vast voor circa 160 valutaparen.

1.15. p.m. ECB fix: deze valutabenchmark komt dagelijks tot stand op basis van onderling overleg tussen Centrale Banken binnen en buiten de Eurozone.

FX spot: betreft de afspraak tussen twee partijen om een hoeveelheid in één valuta te verhandelen tegen een andere valuta voor een afgesproken prijs met directe verevening ('on the spot').

Non-deliverable forward (NDF): is een speciaal type forward waarbij er enkel een contante afwikkeling is van het verschil tussen de koers van de NDF en de vaststelling van de referentiekopers. Dit instrument wordt veel gebruikt in opkomende landen.

ISDAfix: deze benchmark, die zijn naam ontleent aan de International Swaps and Derivatives Association (ISDA), wordt wereldwijd gebruikt om de prijzen van renteswaps op basis van transactiedata te berekenen. Het tarief is onder andere belangrijk voor partijen die risico's willen afdekken en voor partijen die beleggen in obligatiederivaten.

London gold fix: deze benchmark wordt gebruikt voor het wereldwijd vaststellen van de prijs van goud producten en afgeleide derivaten op basis van bijdragen van een klein aantal panelbanken. De fix wordt dagelijks om 10.30 a.m. en 3 p.m. Londense tijd uitgegeven in US dollars, Britse ponden en de euro.

LBMA silver fix: een benchmark waar de prijs van zilver op gebaseerd is. De benchmark wordt een keer per dag vastgesteld op basis van de bijdrage van drie door de London Bullion Market Association (LBMA) geselecteerde partijen.

ICE Brent Index: deze benchmark vertegenwoordigt de gemiddelde handelsprijs op de 25-daagse Brent Blend, Forties, Oseberg, Ekofisk (BFOE) markt in een bepaalde maand.

ROZ/IPD index: Betreft een vastgoedindex die door de Raad voor Onroerende Zaken (ROZ) in samenwerking met de Investment Property Databank (IPD) wordt beheerd en inzicht geeft in de gemiddelde opbrengsten per kwartaal of jaar voor verschillende type vastgoedobjecten op basis van data aangeleverd door beleggingsfondsen en taxateurs.

