



Best execution
Verplichting tot optimale uitvoering
Vaststellingen naar aanleiding van de
inspecties

28 november 2017

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	3
2	Perimeter van de inspecties.....	4
3	Aanpak door de FSMA.....	4
4	Controleaanpak.....	5
5	Maatregelen genomen naar aanleiding van de inspecties.....	6
6	Vaststellingen van de FSMA in verband met de verplichting tot optimale uitvoering.....	7
6.1	Impact van de gekozen strategie inzake optimale uitvoering op de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering.....	8
6.2	Het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering van orders10	
6.3	Specifieke instructies van cliënten.....	15
6.4	Informatie aan de cliënten en verschillende vormen van instemming.....	19
6.5	Monitoring en herziening van het beleid en de procedures.....	23
6.6	Opleiding van het personeel.....	25
7	Conclusies.....	27

1 Inleiding

De verplichting tot optimale uitvoering van orders (“*best execution*”) is één van de gedragsregels waaraan de gereguleerde ondernemingen¹ zijn onderworpen ingevolge de omzetting van de MiFID-richtlijn² naar Belgisch recht.

De FSMA heeft de opdracht gekregen om toe te zien op de naleving van de gedragsregels. In het kader daarvan voerde het Centraal Inspectieteam van de FSMA inspecties uit specifiek rond het thema van de verplichting tot optimale uitvoering van orders. De bedoeling hierbij was een beeld te krijgen van de toepassing van de desbetreffende gedragsregels binnen de sector, in het bijzonder wat betreft transacties in Bel20-aandelen.

De doelstelling van deze inspecties was tweeledig: enerzijds, elke gereguleerde onderneming waar een inspectie is uitgevoerd, een individueel en vertrouwelijk³ verslag bezorgen over de vastgestelde tekortkomingen, en, anderzijds, een verslag opstellen – ten behoeve van de sector – met een samenvatting van de vaststellingen op het vlak van de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering van orders. Deze laatste doelstelling vormt het voorwerp van het huidig rapport.

Gelet op het huidige convergentieniveau van de controleaanpak in de verschillende EU-lidstaten en op het feit dat bepaalde aspecten van het toepasselijk wettelijk kader voor interpretatie vatbaar zijn, opteerde de FSMA voor een aanpak waarbij enkel overtredingen van eenduidige bepalingen als tekortkomingen worden beschouwd. Verder wordt onderstreept dat de vastgestelde tekortkomingen in het beleid en de procedures, indien zij een juridisch risico inhouden, niet noodzakelijk betekenen dat er cliënten werden benadeeld.

¹ In de zin van artikel 26 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (hierna “**Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**”).

² Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (de zogenaamde “**MiFID-richtlijn**”).

³ Gelet op het beroepsgeheim waardoor de FSMA gebonden is (artikel 74 **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**).

2 Perimeter van de inspecties

Bij de toepassing van de wettelijke verplichting tot optimale uitvoering moeten de geregementeerde ondernemingen die de orders van hun cliënten uitvoeren, alle redelijke maatregelen nemen bij het uitvoeren van die orders om het best mogelijke resultaat voor hun cliënten te behalen, rekening houdend met de prijs, de kosten, de snelheid van uitvoering, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van het order en alle andere voor de uitvoering van het order relevante aspecten.

De naleving van deze verplichtingen impliceert voor de geregementeerde ondernemingen dat zij doeltreffende regelingen bepalen en handhaven om hieraan te voldoen. Zij moeten met name een orderuitvoeringsbeleid bepalen en toepassen dat hen tmoet toelaten om, met betrekking tot de orders van hun cliënten, het best mogelijke resultaat te behalen overeenkomstig de vorige paragraaf. De naleving van deze bepalingen door de geregementeerde ondernemingen werd geanalyseerd in het licht van het werkprogramma zoals gepubliceerd op de website van de FSMA.

De perimeter van de inspecties betrof de beleggingsdienst inzake het uitvoeren van orders in Bel20-aandelen⁴ voor niet-professionele cliënten⁵. Verder baseerde de FSMA zich op vaststellingen in verband met de beleggingsdienst inzake het ontvangen en doorgeven van orders (hiena “RTO”). Deze vaststellingen zijn eveneens in dit rapport verwerkt.

Overigens moet worden onderstreept dat het begrip “optimale uitvoering” in dit rapport op generieke wijze wordt gebruikt en zowel slaat op het uitvoeren van orders als op RTO⁶.

3 Aanpak door de FSMA

De volgende aspecten kwamen aan bod bij de door de FSMA uitgevoerde inspecties:

- het beleid en de organisatorische procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering zoals opgezet en toegepast door de geregementeerde onderneming;
- de factoren van uitvoering en de gehanteerde plaatsen van uitvoering, alsook de tools die daarmee verband houden;
- de vastgelegde organisatorische procedures inzake de behandeling van transacties die specifieke instructies van cliënten bevatten;

⁴ Index zoals samengesteld op het moment waarop de betrokken inspecties plaatsvonden.

⁵ In de zin van artikel 2, 29° **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**.

⁶ Bij het ontvangen en doorgeven van orders (“RTO”) houdt de verplichting tot optimale uitvoering een verplichting tot “optimale selectie” (“*best selection*”) in (zie punt 6.1.1 van dit verslag).

- de vastgelegde organisatorische procedures inzake de behandeling van transacties die buiten een gereglementeerde markt of een MTF⁷ worden uitgevoerd (de zogenaamde “OTC”-transacties⁸);
- de informatieverstrekking aan cliënten met betrekking tot het beleid en de procedures, alsook het bekomen van de verschillende vereiste instemmingen van cliënten;
- de evaluatie (herziening) en de monitoring van het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering.

De FSMA analyseerde ook de volgende aspecten, voor zover zij een impact hebben op de naleving van verplichting tot optimale uitvoering:

- de categorisering van het cliënteel;
- de commerciële doelstellingen en de vergoedingen;
- de opleiding van het personeel;
- de informatieverstrekking aan de cliënten bij de uitvoering van hun orders;
- de bewaring van gegevens;
- de orderverwerking.

4 Controleaanpak

De inspectiewerkzaamheden vonden in de praktijk in verschillende fases plaats:

Eerste fase: de analyse van het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering

Tijdens deze fase, die in hoofdzaak op de hoofdzetel van de gereglementeerde onderneming plaatsvond, werden de volgende elementen geanalyseerd:

- de door de FSMA gevraagde informatie in de aankondigingsbrief van de inspectie, inzonderheid het beleid en de procedures van de onderneming inzake de verplichting tot optimale uitvoering;
- de binnen de onderneming uitgevoerde controles op de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering.

⁷ Multilateral Trading Facility.

⁸ Over The Counter.

Tweede fase: de bezoeken aan de marktenzalen

Deze bezoeken lieten de FSMA toe om de omgeving te analyseren die eigen is aan elke gereguleerde onderneming, en waarbinnen de verzoeken tot uitvoering van orders worden behandeld. Door die bezoeken kon de FSMA bovendien inschatten in welke mate het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering gekend zijn door de medewerkers van de marktenzalen van de gereguleerde ondernemingen, en of het beleid en de procedures daadwerkelijk door hen worden toegepast. Tijdens deze tweede fase ontmoette de FSMA ook verschillende leden van de effectieve leiding van de gereguleerde ondernemingen die verantwoordelijk zijn voor het uitvoeren van orders en/of het ontvangen en doorgeven van orders ("RTO"). Zij heeft hierdoor een betere inschatting kunnen maken van het belang die de gereguleerde ondernemingen aan de gedragsregels inzake de verplichting tot optimale uitvoering en aan de toepassing van die regels in de praktijk ("*tone at the top*") hechten.

5 Maatregelen genomen naar aanleiding van de inspecties

Tijdens de inspecties paste de FSMA haar gebruikelijke controlemethodologie toe en stelde zij verslagen op die, in voorkomend geval, aanleiding gaven tot het nemen van één van de volgende maatregelen:

- een "bevel" zijnde een maatregel waarmee de FSMA de effectieve leiding van de gereguleerde onderneming, met toepassing van artikel 36 en/of 36bis **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**, beveelt herstelmaatregelen te nemen binnen een door haar opgelegde termijn. De FSMA neemt deze maatregel als zij een overtreding vaststelt van de gedragsregels of van de reglementering die daarmee verband houdt, dan wel een tekortkoming in de organisatie van de gereguleerde onderneming, voor zover die organisatie op de naleving van de regels gericht is;
- een "aanbeveling", die erop wijst dat een onvolkomenheid is vastgesteld in de toepassing van de gedragsregels of de reglementering die daarmee verband houdt, dan wel een onvolkomenheid in de organisatie van de gereguleerde onderneming, voor zover die organisatie op de naleving van de regels gericht is. De FSMA verwacht dat de gereguleerde onderneming een actieplan opstelt waarin zij in detail beschrijft hoe zij die onvolkomenheden zal wegwerken, en een verantwoordelijke voor de uitvoering van dat plan aanwijst;
- een "aandachtspunt", i.e. een punt dat de FSMA onder de aandacht van de effectieve leiding van de gereguleerde onderneming wil brengen, zonder dat deze hierover een actieplan voor de korte termijn moet opstellen.

De inspectieverslagen werden aan de effectieve leiding van voornoemde gereguleerde ondernemingen overhandigd. Een kopie van de inspectieverslagen van de FSMA werd overgemaakt aan de Nationale Bank van België en aan de erkende commissaris van de gecontroleerde gereguleerde ondernemingen.

6 Vaststellingen van de FSMA in verband met de verplichting tot optimale uitvoering

Tijdens haar inspecties stelde de FSMA vast dat de mate waarin de reglementering inzake de verplichting tot optimale uitvoering wordt toegepast tussen de verschillende gereguleerde ondernemingen verschilt. Bepaalde tekortkomingen werden bovendien herhaaldelijk vastgesteld.

De beknopte voorstelling van de vaststellingen per subthema bestaat uit twee delen: eerst wordt het toepasselijke referentiekader geschetst en daarna wordt concreet ingegaan op de vaststellingen die de FSMA tijdens haar inspecties deed.

Het wettelijke kader dat als grondslag heeft gediend voor de vaststellingen van de FSMA in verband met de verplichting tot optimale uitvoering, omvat in hoofdzaak de volgende wettelijke en reglementaire teksten⁹:

- artikelen 27, § 1, en 28 **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**;
- artikelen 24 tot 26 **KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007**¹⁰.

Sommige vaststellingen zijn ook gebaseerd op de volgende documenten:

- **Q&A CESR/07-320 Best execution under MiFID May 2007**¹¹;
- Consideransen 66 tot 68 **Uitvoeringsrichtlijn 2006/73/EG**¹² zoals vermeld in het verslag aan de Koning bij het **KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007**.

⁹ Terloops wordt eraan herinnerd dat de FSMA op haar website werkprogramma's heeft gepubliceerd over verschillende thema's van de gedragsregels die van toepassing zijn op de gereguleerde ondernemingen. Die werkprogramma's verduidelijken de toepasselijke wettelijke grondslagen voor elk thema en subthema.

¹⁰ Koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (hierna "**KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007**").

¹¹ In mei 2007 door CESR gepubliceerde Q&A's over *Best Execution under MiFID*.

¹² Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn (hierna "**Uitvoeringsrichtlijn 2006/73/EG**").

6.1 Impact van de gekozen strategie inzake optimale uitvoering op de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering

6.1.1 Referentiekader

De effectieve leiding is verantwoordelijk voor de keuze van de strategie van de gereguleerde onderneming inzake optimale uitvoering. Eens die keuze is gemaakt, moet de gereguleerde onderneming de daaruit voortvloeiende wettelijke verplichtingen inzake organisatie en verantwoordelijkheden naleven.

De draagwijdte van de verplichting tot optimale uitvoering verschilt in functie van de gekozen strategie inzake optimale uitvoering en, meer in het bijzonder, van het feit of de gereguleerde onderneming de orders van haar cliënten zelf uitvoert, dan wel louter in ontvangst neemt en ter uitvoering aan een derde doorgeeft ("RTO"). De meeste gereguleerde ondernemingen hebben voor een gemengde strategie geopteerd: in functie van het betrokken financieel instrument en/of de geselecteerde plaatsen van uitvoering verstrekken zij één van beide voornoemde beleggingsdiensten.

Beide uitvoeringsstrategieën kunnen schematisch worden voorgesteld als volgt:

Uitvoering door de gereguleerde onderneming zelf <i>"Best execution"</i>	Uitvoering via een derde uitvoerende entiteit (RTO) <i>"Best selection"</i>
Beleid inzake de optimale uitvoering van orders	Beleid inzake de optimale selectie van de derde uitvoerende entiteiten
De gereguleerde onderneming is verantwoordelijk voor de uitvoering van de orders	De gereguleerde onderneming is verantwoordelijk voor de selectie van de derde uitvoerende entiteiten en de monitoring van die entiteiten
Voor alle of bepaalde van de betrokken plaatsen van uitvoering en financiële instrumenten	Voor alle of bepaalde van de betrokken plaatsen van uitvoering en financiële instrumenten
Bepaling van de factoren van uitvoering en de plaatsen van uitvoering	Bepaling van de factoren van uitvoering en de selectie van de derde uitvoerende entiteiten in navolging daarvan
Exclusieve relatie met de cliënt	Gedeelde relatie met de derde uitvoerende partijen voor de cliëntencontacten

Het beroep op derde partijen voor het uitvoeren van orders op bepaalde plaatsen van uitvoering kan gebeuren via een uitbesteding van de orderuitvoering aan die derde partijen of via de doorgifte van orders ("RTO") aan dergelijke partijen.

De FSMA wijst erop dat bij de uitbesteding van de orderuitvoering, de gereguleerde onderneming die tot uitbesteding overgaat, verantwoordelijk blijft voor de naleving van de regels inzake optimale uitvoering.

De FSMA stelt overigens vast dat bepaalde gereguleerde ondernemingen over zogenaamde “*Direct Market Access*” (DMA) of “*Direct Electronic Access*” (DEA)-connecties beschikken. Zij onderstreept in dit kader dat de entiteit die DMA- of DEA-diensten aanbiedt (i.e. de “*DMA-/DEA-provider*”), binnen deze relatie de entiteit is die de orders uitvoert. De entiteit die gebruik maakt van de DMA- of DEA-diensten (i.e. de “*DMA-/DEA-user*”), wordt op haar beurt beschouwd als een entiteit die RTO-diensten verricht.

Zowel in het kader van RTO als bij de uitbesteding van orders moet een overeenkomst worden opgesteld tussen de partijen die tussenbeide komen in de uitvoering van orders van cliënten. Deze overeenkomst moet:

- 1) de rol van elke partij duidelijk omschrijven, de dienstverlening definiëren en op een correcte wijze de organisatie weergeven van de samenwerking tussen de gereguleerde onderneming en de partij met wie zij gekozen heeft te handelen;
- 2) de verantwoordelijkheden van elke partij bepalen op elk niveau van de orderuitvoeringsketen waarvan sprake is in de overeenkomst (bv. bij de uitvoering van orders, bij het gebruik van een “*smart order routing system*” of een algoritme, in het kader van de gegevensbewaring, bij het opstellen van de borderellen, ...).

6.1.2 Vaststellingen

Bij de analyse van de uitvoeringsstrategieën stelde de FSMA vast dat bepaalde gereguleerde ondernemingen, die verklaren hun transacties zelf uit te voeren, dit slechts voor bepaalde plaatsen van uitvoering of bepaalde financiële instrumenten doen. Andere gereguleerde ondernemingen hebben het moeilijk om hun strategie vast te stellen en verwarren de uitvoering door een derde uitvoerende entiteit in het kader van het ontvangen en doorgeven van cliëntenorders (“RTO”), met de uitvoering van orders die, onder hun volledige verantwoordelijkheid, integraal aan een derde entiteit wordt uitbesteed (“uitbesteding”).

De FSMA is van mening dat het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering die strategische keuzes en de gevolgen ervan correct moeten weergeven, in het bijzonder vanuit het oogpunt van de verantwoordelijkheden bij de uitvoering van de orders van hun cliënten.

6.2 Het beleid en de procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering van orders

6.2.1 Referentiekader

De geregementeerde ondernemingen die de orders van hun cliënten uitvoeren, moeten alle redelijke maatregelen nemen om, bij de uitvoering van die orders, het best mogelijke resultaat te behalen voor hun cliënten, rekening houdend met de prijs, de kosten, de snelheid van uitvoering, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van het order en alle andere aspecten die relevant zijn voor de uitvoering van het order (factoren van uitvoering). Zij moeten doeltreffende regelingen bepalen en handhaven om hieraan te voldoen. Zij moeten een orderuitvoeringsbeleid bepalen en toepassen dat hen in staat stelt om dit resultaat te behalen.

Het relatieve gewicht van voornoemde factoren van uitvoering wordt bepaald aan de hand van de volgende criteria:

- de kenmerken van de cliënt (waaronder zijn categorisering als niet-professionele of professionele client);
- de kenmerken van het order van de cliënt;
- de kenmerken van de financiële instrumenten waarop dat order betrekking heeft;
- de kenmerken van de plaatsen van uitvoering waar dat order kan worden uitgevoerd.

Het orderuitvoeringsbeleid van de geregementeerde ondernemingen moet een toelichting bevatten over het relatieve gewicht dat aan die factoren wordt toegekend, of over de wijze waarop dat relatieve gewicht wordt bepaald. Ook moet het orderuitvoeringsbeleid vermelden in welke mate deze factoren de keuze kunnen beïnvloeden tussen de plaatsen van uitvoering die in het orderuitvoeringsbeleid zijn vermeld.

Wanneer de geregementeerde ondernemingen orders uitvoeren voor rekening van een niet-professionele cliënt, wordt voor de bepaling van het best mogelijke resultaat uitgegaan van de totale tegenprestatie, die bestaat uit de prijs van het financiële instrument en de uitvoeringskosten, die alle uitgaven omvatten die ten laste komen van de cliënt en rechtstreeks verband houden met de uitvoering van het order, zoals de kosten verbonden aan de plaats van uitvoering, de verrekenings- en vereffeningskosten en alle andere kosten die eventueel aan bij de uitvoering van het order betrokken derden worden betaald.

De geregementeerde ondernemingen kunnen de snelheid van uitvoering, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang en de aard van het order en de impact op de markt in overweging nemen en aan deze factoren voorrang geven op de prijs en de kostenfactoren, voor zover zij onontbeerlijk zijn om het best mogelijke resultaat, in termen van totale tegenprestatie, te behalen voor de niet-professionele cliënt.

Het orderuitvoeringsbeleid van de gereguleerde ondernemingen bevat tevens:

- de door de gereguleerde onderneming gehanteerde strategie om te voldoen aan haar verplichting tot optimale uitvoering, inclusief de essentiële stappen die daartoe moeten worden genomen;
- informatie voor alle categorieën van instrumenten over de verschillende plaatsen van uitvoering waar de gereguleerde ondernemingen de orders van hun cliënten kunnen uitvoeren, alsook de factoren die de keuze van de plaats van uitvoering kunnen beïnvloeden. Het door de gereguleerde onderneming vastgestelde beleid moet minstens de plaatsen van uitvoering bevatten die de gereguleerde ondernemingen in staat stellen om bij de uitvoering van de orders van hun cliënten op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen.

Het orderuitvoeringsbeleid moet de verschillende categorieën van financiële instrumenten behandelen waarvoor de gereguleerde onderneming orders kan uitvoeren. Wanneer de gereguleerde ondernemingen ervoor opteren om de orders afkomstig van niet-professionele cliënten¹³ en professionele cliënten¹⁴ op een verschillende wijze te behandelen, moet het beleid ook een onderscheid maken tussen deze cliëntencategorieën.

Het orderuitvoeringsbeleid zal, in voorkomend geval, meer gedetailleerd moeten zijn over de andere factoren van uitvoering, zoals bijvoorbeeld het ordertype.

De gereguleerde ondernemingen kunnen zich in hun orderuitvoeringsbeleid beperken tot de selectie van één enkele plaats van uitvoering als zij kunnen aantonen dat zij hierdoor op consistente wijze het best mogelijke resultaat kunnen behalen.

De gereguleerde onderneming mag haar provisies niet zodanig structureren of in rekening brengen dat de verschillende plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk worden behandeld. Een gereguleerde onderneming wordt geacht haar provisies zodanig te structureren of in rekening te brengen dat zij plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk behandelt, als zij voor de uitvoering van orders op de diverse plaatsen van uitvoering vergoedingen of spreads in rekening brengt die onderling uiteenlopen, zonder dat die verschillen samenhangen met feitelijke verschillen in kosten die de onderneming voor de uitvoering van orders op deze plaatsen maakt.

De gereguleerde ondernemingen die de orders van hun cliënten ontvangen en voor uitvoering aan een derde onderneming doorgeven ("RTO"), zijn ook aan specifieke regels onderworpen voor wat de optimale uitvoering van orders betreft (zie punt 6.1.1).

¹³ In de zin van artikel 2, 29° **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**.

¹⁴ In de zin van artikel 2, 28° **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002**.

6.2.2 Vaststellingen

6.2.2.1 Gekozen uitvoeringsstrategie en gebruikte concepten

6.2.2.1.1 Prijs

Tijdens haar inspecties stelde de FSMA vast dat de gereguleerde ondernemingen die in hun orderuitvoeringsbeleid een plaats van uitvoering “par défaut” hadden vastgesteld, doorgaans niet in staat waren om, aan de hand van objectieve gegevens, aan te tonen dat de door hen gekozen plaats van uitvoering “par défaut” (bv. de meest liquide markt of de thuismarkt van de betrokken instrumenten) hen in staat stelde om de voor hen geldende verplichting tot optimale uitvoering in termen van totale tegenprestatie (prijs en kosten) op consistente basis na te komen.

6.2.2.1.2 Kosten

De FSMA stelde vast dat bepaalde gereguleerde ondernemingen die een connectie hebben op verschillende plaatsen van uitvoering, dezelfde uitvoeringskosten aanrekenen ongeacht de plaats van uitvoering (inclusief de connectiekosten), zonder dat zij die keuze aan de hand van een grondige analyse kunnen onderbouwen in het kader van de naleving van de regels over de structurering van de provisies¹⁵. Verder stelde de FSMA vast dat bepaalde gereguleerde ondernemingen geen onderscheid in termen van kosten maken naargelang zij orders zelf uitvoeren dan wel orders ontvangen en voor uitvoering doorgeven, terwijl de kosten voor de uitvoering van de orders zullen verschillen volgens het toepasselijke uitvoeringsschema. Als een waarde bijvoorbeeld wordt verhandeld op een plaats van uitvoering waarvoor een gereguleerde onderneming over een connectie beschikt, en op een andere plaats van uitvoering waarvoor de gereguleerde onderneming het order ontvangt en voor uitvoering aan een derde entiteit doorgeeft, moet zij – bij de keuze van de plaats van uitvoering – rekening houden met de transactiekosten die hoger zouden kunnen liggen in de tweede hypothese¹⁶.

Bovendien stelde de FSMA in een aantal gevallen vast dat de gereguleerde onderneming de thuismarkt van de waarde als plaats van uitvoering “par défaut” beschouwde, terwijl zij voor die markt niet over een rechtstreekse connectie beschikte en zij dergelijke orders bijgevolg voor uitvoering aan een derde entiteit moest doorgeven.

¹⁵ De gereguleerde ondernemingen mogen hun provisies niet zodanig structureren of in rekening brengen dat de verschillende plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk worden behandeld. De gereguleerde ondernemingen worden geacht hun provisies zodanig te structureren of in rekening te brengen dat zij plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk behandelen, als zij voor de uitvoering van orders op de diverse plaatsen van uitvoering vergoedingen of spreads in rekening brengen die onderling uiteenlopen, zonder dat deze verschillen samenhangen met feitelijke verschillen in kosten die de ondernemingen voor de uitvoering van orders op deze plaatsen maken.

¹⁶ Deze vaststellingen worden thans op Europees niveau besproken. Op de publicatiedatum van dit verslag hadden die besprekingen nog geen conclusie opgeleverd.

Die praktijk sluit enkel bij de verplichting tot optimale uitvoering aan als de betrokken onderneming aan de hand van een diepgaande interne studie kan aantonen dat de door de thuismarkt geboden voordelen, bijvoorbeeld in termen van liquiditeit, opwegen tegen de transactiekosten verbonden aan het beroep doen op een derde partij.

De FSMA wijst er ook op dat de volgende kosten in aanmerking moeten worden genomen: de kosten verbonden aan de plaats van uitvoering, de verrekenings- en vereffeningskosten en alle andere kosten die eventueel worden betaald aan bij de uitvoering van het order betrokken derden.

Wanneer een order in een financieel instrument kan worden uitgevoerd op verschillende concurrerende plaatsen van uitvoering die in het orderuitvoeringsbeleid van de onderneming zijn opgenomen, moet – om een zo optimaal mogelijke uitvoering te kunnen garanderen – tot een evaluatie en een vergelijking worden overgegaan van de resultaten die voor de cliënt zouden kunnen worden bereikt op de verschillende mogelijke plaatsen van uitvoering. De FSMA wijst erop dat bij die evaluatie rekening moet worden gehouden met de eigen provisies en kosten van de onderneming die door haar worden aangerekend voor de uitvoering van het order op de verschillende in aanmerking komende plaatsen van uitvoering.

In bepaalde gevallen heeft de uitvoering van het door de gereguleerde onderneming gekozen orderuitvoeringsbeleid tot gevolg dat een order in een andere munt dan de euro wordt uitgevoerd. De gereguleerde onderneming verricht zelf automatisch de omzetting naar euro en rekent de cliënt hiervoor wisselkosten aan (wisselkosten die een voorbeeld zijn van provisies en kosten eigen aan de onderneming). De FSMA wijst er in dit kader op dat de gereguleerde onderneming opnieuw moet nagaan in hoeverre deze plaats van uitvoering haar in staat stelt om de voor haar geldende verplichting tot optimale uitvoering na te komen en dus bij de uitvoering van de orders van haar cliënten op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen. Het orderuitvoeringsbeleid moet duidelijk zijn over het feit dat een order in een andere munt kan worden uitgevoerd en dat dan bepaalde kosten aan de cliënt zullen worden aangerekend.

6.2.2.2 Identificatie van de gekozen plaatsen van uitvoering en van de derde entiteiten die betrokken zijn bij de uitvoering van orders

De FSMA stelde vast dat bepaalde gereguleerde ondernemingen in hun orderuitvoeringsbeleid noch de gekozen plaatsen van uitvoering, noch de bij de uitvoering van orders betrokken derde entiteiten identificeerden.

Zij heeft de betrokken gereguleerde ondernemingen erop gewezen dat het orderuitvoeringsbeleid de plaatsen van uitvoering moet vermelden die het hen mogelijk maken om bij de uitvoering van de orders van hun cliënten op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen in termen van prijs en kosten. De gereguleerde ondernemingen moeten ook de derde entiteiten identificeren waaraan zij de orders ter uitvoering doorgeven.

Bovendien ondervonden de gereguleerde ondernemingen soms problemen om te bepalen welke rechtsverhouding zij met een derde entiteit hebben en wat de gevolgen daarvan zijn.

6.2.2.3 Identificatie van de toegelaten ordertypes en informatieverstrekking aan de cliënten

In de praktijk verduidelijkten de gereguleerde ondernemingen in hun orderuitvoeringsbeleid niet systematisch welke ordertypes zij aanvaarden. Die informatie kan de vorm aannemen van een opsomming van de krachtens het orderuitvoeringsbeleid toegelaten ordertypes of van een verwijzing naar een specifiek document (met vermelding van het desbetreffende punt) waarin de ordertypes¹⁷ worden gedefinieerd.

De FSMA stelde ook vast dat de gereguleerde ondernemingen de cliënten onvoldoende attent maakten op de gevolgen van het plaatsen van limietorders in termen van de waarschijnlijkheid van uitvoering. Datzelfde geldt ook voor de gevolgen van het plaatsen van marktorders voor wat de verkregen prijs bij onmiddellijke uitvoering betreft. Bij bepaalde gereguleerde ondernemingen kan het plaatsen van een limietorder ook een impact hebben op de plaats van uitvoering. Sommige gereguleerde ondernemingen voeren op de thuismarkt van de betrokken waarde, de limietorders uit die niet rechtstreeks konden worden uitgevoerd op de door het orderuitvoeringsbeleid bepaalde markt (bv. wanneer een order buiten de openingsuren van de door het orderuitvoeringsbeleid bepaalde markt wordt ingevoerd).

Die informatie moet het mogelijk maken een passende informatieverstrekking aan de cliënten te garanderen en is overigens wenselijk om de cliënten te helpen begrijpen welke orders door de gereguleerde onderneming als specifieke instructies worden beschouwd (zie punt 6.3.2.1 hieronder), alsook wat de gevolgen daarvan zijn.

6.2.2.4 Afwijkingen van het orderuitvoeringsbeleid

De FSMA stelde vast dat de gereguleerde ondernemingen in de praktijk een aantal afwijkingen toestaan op hun beleid en hun procedures inzake de optimale uitvoering van orders.

De FSMA beveelt de gereguleerde ondernemingen aan erover te waken dat het aantal occasionele afwijkingen van het orderuitvoeringsbeleid beperkt blijven en dat die afwijkingen op passende wijze worden verantwoord en gedocumenteerd. Bovendien moeten zij aan een pertinente controle worden onderworpen.

¹⁷ Bijvoorbeeld limietorders, “stop loss”-orders, ...

Zo stelde de FSMA bijvoorbeeld vast dat bepaalde geregementeerde ondernemingen een andere plaats van uitvoering “par défaut” hadden vastgesteld dan de thuismarkt van de betrokken waarden voor alle orders van hun cliënten in die waarden. Bij sluiting van de markt die door de geregementeerde onderneming als plaats van uitvoering “par défaut” werd gekozen, werd het betrokken order echter op de thuismarkt van die waarde uitgevoerd. De FSMA beveelde de betrokken geregementeerde ondernemingen aan om die informatie correct weer te geven in hun orderuitvoeringsbeleid.

Indien de geregementeerde ondernemingen tot slot vaststellen dat bepaalde afwijkingen van hun orderuitvoeringsbeleid frequent beginnen voor te komen, dan beveelt de FSMA hen aan de redenen te onderzoeken hoe dat komt, en de betrokken afwijkingen, in voorkomend geval, als wezenlijke veranderingen in hun orderuitvoeringsbeleid te integreren (zie punt 6.5.2).

6.3 Specifieke instructies van cliënten

6.3.1 Referentiekader

Een geregementeerde onderneming voldoet aan haar wettelijke verplichting om alle redelijke maatregelen te nemen om het best mogelijke resultaat voor haar cliënt te behalen, wanneer zij een order of een specifiek aspect ervan uitvoert volgens de specifieke instructies die de cliënt voor het order of een specifiek aspect van het order heeft gegeven.

De geregementeerde ondernemingen moeten over operationele procedures beschikken die hen toelaten zich ervan te vergewissen dat in geval van specifieke instructies, de orders conform deze instructies van de cliënt worden uitgevoerd en dat wat de overige aspecten van het betrokken order betreft het order conform het orderuitvoeringsbeleid moet worden uitgevoerd.

De operationele procedures zouden de volgende elementen moeten bevatten:

- een definitie van het begrip “specifieke instructies” die aangeeft welke instructies van de cliënt als specifiek zullen worden beschouwd in het kader van de verplichting tot optimale uitvoering;
- regels met betrekking tot de inachtneming van de specifieke instructies van de cliënten voor het deel van het order waarop die instructies betrekking hebben;
- een duidelijke definitie van de vereisten met betrekking tot de te gebruiken opmaak voor het plaatsen van een order bij een specifieke instructie. Het gaat hier om de mogelijkheid om de kenmerken van het order dat een specifieke instructie bevat of de delen van het order die een specifieke instructie bevatten, te identificeren ten opzichte van de orders of de delen van de orders die geen specifieke instructie bevatten;

- de wijze waarop de op basis van specifieke instructies uitgevoerde transacties worden geïdentificeerd (in het bijzonder de gehanteerde parameters in de systemen). Het betreft de identificatie van het deel/de kenmerken van het order die het voorwerp uitmaken van een specifieke instructie, alsook het nagaan of de gereguleerde onderneming het orderuitvoeringsbeleid heeft toegepast voor de andere delen van het order die geen specifieke instructie bevatten;
- de (eventueel) vereiste interne pre- en post-trade instemmingen die moeten worden verkregen;
- de te verrichten interne rapporteringen met betrekking tot de kenmerken van het order dat een specifieke instructie bevat of de delen van het order die een specifieke instructie bevatten;
- de uitgevoerde controles op dergelijke orders.

In het licht daarvan moeten de gereguleerde ondernemingen erover waken dat hun operationele procedures de cliënten er niet toe aanzetten om specifieke instructies te geven. Zij zouden zich er in dat geval bewust moeten van zijn dat dergelijke instructies hen wellicht beletten het best mogelijke resultaat voor hun cliënten te behalen.

6.3.2 Vaststellingen

6.3.2.1 Begrip “specifieke instructie”

De FSMA wijst erop dat, hoewel het begrip “specifieke instructie” niet in de reglementering wordt gedefinieerd, het zo moet worden geïnterpreteerd dat de verplichting tot optimale uitvoering niet wordt uitgehold. De FSMA stelde vast dat het begrip “specifieke instructie” in bepaalde gevallen door de gereguleerde ondernemingen werd gedefinieerd. De als “specifieke instructies” gekwalificeerde orders betroffen echter niet systematisch situaties die als specifieke instructies zouden kunnen worden geïnterpreteerd.

Terwijl de gereguleerde ondernemingen de door de cliënt gekozen plaats van uitvoering systematisch als een specifieke instructie van de cliënt beschouwen, doen zij dat niet altijd met andere soorten van instructies, zoals limietorders, die wel degelijk als specifieke instructies dienen te worden beschouwd.

Omgekeerd stelde de FSMA ook gevallen vast waarin de gereguleerde ondernemingen expliciet voorbeelden gaven van specifieke instructies die dat eigenlijk niet zijn. Dit was het geval voor verkooporders. De FSMA wijst erop dat voor verkooporders, net als voor aankooporders, de verplichting tot optimale uitvoering geldt. Verkooporders kunnen dus niet automatisch als specifieke instructies van de cliënten worden beschouwd.

Als een gereguleerde onderneming daarentegen op basis van criteria en factoren van uitvoering tot de conclusie is gekomen dat voor alle verkooporders een bepaalde plaats van uitvoering moet worden gebruikt, dan moet zij dat in haar orderuitvoeringsbeleid verduidelijken. De voor de verkooporders vastgestelde plaats van uitvoering zal bijgevolg door de betrokken gereguleerde onderneming in haar orderuitvoeringsbeleid worden bepaald en dus niet “par défaut” als een specifieke instructie van de cliënten worden beschouwd.

De FSMA beveelt de gereguleerde ondernemingen daarom aan zich ervan te vergewissen wat de juiste interpretatie is die aan het begrip “specifieke instructie” moet worden gegeven. In voorkomend geval, zal het begrip “specifieke instructie” in het orderuitvoeringsbeleid moeten worden gedefinieerd. De gereguleerde ondernemingen moeten er daarbij op toezien dat de definitie van het begrip “specifieke instructie” niet te ruim is. Zij zouden in detail moeten omschrijven welke ordertypes zij als specifieke instructies beschouwen.

6.3.2.2 Specifieke instructies *de facto*

De gereguleerde ondernemingen moeten er zich van onthouden om hun cliënten via hun beleid en procedures aan te moedigen specifieke instructies te geven en zo te ontkomen aan de beperkingen die voortvloeien uit de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering.

De FSMA stelde in dit verband vast dat sommige gereguleerde ondernemingen hun cliënten de mogelijkheid bieden om, voor al hun transacties, op voorhand één enkele plaats van uitvoering te kiezen die verschilt van de plaats van uitvoering die zij hadden bepaald als de plaats van uitvoering waar zij op consistente wijze het best mogelijke resultaat kunnen behalen.

Concreet hadden die gereguleerde ondernemingen bepaald dat markt X hen in staat stelde om, zowel in termen van prijs als kosten, op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen voor de orders van hun cliënten in bepaalde waarden. Niettemin stelden zij hun cliënten voor om te opteren voor markt Y voor al hun transacties in die waarden, op grond van de overweging dat markt Y bekender bij de cliënten is. Behalve het feit dat die werkwijze tot nadenken stemt omdat zij impliceert dat aan de cliënt een markt wordt voorgesteld die door de gereguleerde onderneming als minder gunstig voor de uitvoering van orders wordt beschouwd als de markt die uit haar analyse naar voren was gekomen, zet deze werkwijze de cliënten er bovendien toe aan een specifieke instructie te formuleren in verband met de plaats van uitvoering. De FSMA oordeelde dan ook dat die werkwijze onaanvaardbaar was.

De FSMA stelde vast dat wanneer bepaalde waarden op verschillende markten worden verhandeld, bepaalde gereguleerde ondernemingen hun cliënten vroegen om de markt te kiezen waarop hun order diende te worden uitgevoerd. De FSMA wees die ondernemingen erop dat zij verantwoordelijk zijn voor het bepalen van de plaats van uitvoering waar zij op consistente basis het best mogelijke resultaat kunnen behalen voor de orders van hun cliënten, en dat zij er hun cliënten niet mogen toe aanzetten om een specifieke instructie – de keuze van een plaats van uitvoering – te geven om zich op die manier aan hun verplichting tot optimale uitvoering te onttrekken.

De gereguleerde ondernemingen moeten ook nagaan of de cliënten zich bewust zijn van het feit dat bepaalde instructies die bij het doorgeven van hun orders worden gegeven, specifieke instructies zijn die een impact zullen hebben op de wijze waarop de gereguleerde onderneming die het order ontvangt, haar orderuitvoeringsbeleid zal toepassen.

Een voorbeeld: in bepaalde gevallen kan de cliënt de munteenheid kiezen waarin zijn transactie zal worden uitgevoerd. Dit kan als een specifieke instructie worden beschouwd. Die keuze zal onvermijdelijk een impact hebben op de mogelijke plaatsen van uitvoering aangezien de gereguleerde onderneming enkel de plaatsen van uitvoering waar de waarde in de door de cliënt gevraagde munteenheid wordt verhandeld, in aanmerking zal nemen om het order uit te voeren. Het is belangrijk dat de cliënt zich bewust is van eventuele implicaties daarvan in termen van kosten (zie punt 6.2.2.1.2). Als de betrokken cliënt bij de gereguleerde onderneming niet over de nodige deviezen beschikt voor de betaling van zijn order, zullen hem wisselkosten worden aangerekend.

De FSMA wijst erop dat de gereguleerde ondernemingen de cliënt moeten informeren over de specifieke kenmerken van de notering op bepaalde markten en/of van bepaalde waarden. Zij heeft immers vastgesteld dat dit niet steeds gebeurde voor de veelvouden (een waarde dat op een specifieke markt in veelvouden van 100 of 1000 wordt verhandeld). Sommige gereguleerde ondernemingen informeren de cliënt niet over die veelvouden, maar vragen hem om een andere markt te kiezen wanneer hij een order plaatst zonder daarmee rekening te houden. Op die manier zetten de gereguleerde ondernemingen de cliënt ertoe aan een specifieke instructie te geven in verband met de plaats van uitvoering, zonder hem op de hoogte te brengen van de gevolgen daarvan voor de toepassing van de verplichting tot optimale uitvoering.

6.4 Informatie aan de cliënten en verschillende vormen van instemming

6.4.1 Referentiekader

6.4.1.1 Orderuitvoeringsbeleid

De gereguleerde ondernemingen moeten hun cliënten deugdelijke informatie verstrekken over hun orderuitvoeringsbeleid. Zij moeten hun niet-professionele cliënten tijdig, vóór de dienstverlening, de volgende informatie verstrekken over hun orderuitvoeringsbeleid:

- een uitleg over het relatieve gewicht dat de gereguleerde ondernemingen, overeenkomstig de criteria van artikel 24, § 1 **KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007**, toekennen aan de in artikel 28, § 1 **Wet Toezicht financiële Sector 2 augustus 2002** vermelde factoren van uitvoering, of over de wijze waarop de gereguleerde onderneming het relatieve gewicht van die factoren bepaalt;
- een overzicht van de plaatsen van uitvoering waarop de gereguleerde onderneming een aanzienlijk beroep doet om haar wettelijke verplichting na te komen om alle redelijke maatregelen te nemen om bij de uitvoering van orders van haar cliënten op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen.

De gereguleerde ondernemingen moeten vooraf de instemming van hun cliënten verkrijgen met betrekking tot hun orderuitvoeringsbeleid. Deze instemming kan stilzwijgend zijn en blijken uit het gedrag van de cliënt, bv. als de cliënt een order plaatst na het orderuitvoeringsbeleid te hebben ontvangen. De gereguleerde ondernemingen moeten in dat geval kunnen aantonen dat het orderuitvoeringsbeleid werd verzonden en dat de cliënt het vóór de plaatsing van zijn order heeft ontvangen.

Bovendien moeten de gereguleerde ondernemingen aan hun cliënten aantonen, als zij daarom verzoeken, dat zij hun orders conform hun orderuitvoeringsbeleid hebben uitgevoerd.

De gereguleerde ondernemingen stellen hun cliënten in kennis van alle wezenlijke veranderingen in hun orderuitvoeringsregelingen of hun orderuitvoeringsbeleid. Een verandering wordt geacht wezenlijk te zijn wanneer de kennisgeving ervan noodzakelijk is om de cliënten in staat te stellen om met kennis van zaken te beslissen over het verdere gebruik van de diensten van de gereguleerde ondernemingen. De gereguleerde ondernemingen moeten daartoe met name het belang van de aangebrachte wijzigingen aan de factoren of de plaatsen van uitvoering in acht nemen.

6.4.1.2 Transacties buiten een gereguleerde markt of een MTF¹⁸ (zogenoemde “OTC-transacties”¹⁹)

Wanneer het orderuitvoeringsbeleid van de gereguleerde ondernemingen voorziet in de mogelijkheid om orders van cliënten buiten een gereguleerde markt of een MTF uit te voeren, brengen de gereguleerde ondernemingen hun cliënten of potentiële cliënten van deze mogelijkheid op de hoogte.

De gereguleerde ondernemingen moeten de uitdrukkelijke toestemming van hun cliënten verkrijgen vooraleer zij hun orders buiten een gereguleerde markt of een MTF uitvoeren. Deze toestemming kan hetzij in de vorm van een algemene overeenkomst, hetzij ad hoc voor afzonderlijke transacties worden verkregen.

De gereguleerde ondernemingen kunnen deze toestemming aantonen via een schriftelijke of elektronische handtekening van de cliënt of op een gelijkwaardige manier zoals een “klik” op een internetpagina, mondeling via telefoon of bij persoonlijk contact met gepaste documentatie van deze toestemming.

6.4.2 Vaststellingen

6.4.2.1 Informatie aan de cliënt over het orderuitvoeringsbeleid

De FSMA wijst erop dat, hoewel het niet verplicht is om het orderuitvoeringsbeleid in één enkel afzonderlijk document op te nemen, het(de) document(en) waarin dat orderuitvoeringsbeleid is opgenomen, dat duidelijk moet(en) vermelden. Ook moet de gereguleerde onderneming zich ervan vergewissen dat alle documenten die betrekking hebben op het orderuitvoeringsbeleid, coherent en actueel zijn.

Datzelfde geldt ook voor informatie op de website van de gereguleerde ondernemingen waarnaar deze zouden kunnen verwijzen voor bepaalde gegevens over hun orderuitvoeringsbeleid (bv. lijst van de plaatsen van uitvoering, ...). De gereguleerde ondernemingen moeten erop toezien dat die informatie coherent en actueel is ten opzichte van de andere gepubliceerde informatie over hun orderuitvoeringsbeleid.

6.4.2.2 Informatieverstrekking bij de uitvoering van een order

De FSMA wijst erop dat de gereguleerde ondernemingen er moeten op toezien hun cliënten niet te misleiden wanneer zij hun orderuitvoeringssimulatoren ter beschikking stellen aan de hand waarvan de totaalprijs van een order kan worden ingeschat.

¹⁸ Multilateral Trading Facility.

¹⁹ Over-the-counter.

De FSMA stelde immers vast dat bepaalde simulatietools begrippen gebruikten die voor interpretatie vatbaar waren. Dat was bijvoorbeeld het geval met de begrippen “referentieprijs” en “transactiekosten”, waarbij niet werd vermeld dat het ramingen betrof. De FSMA is van mening dat de gereguleerde ondernemingen die gebruik maken van die begrippen, daarvan een definitie moeten geven, om te voorkomen dat de cliënt over het resultaat van de ordersimulatie als dusdanig zou worden misleid. Datzelfde geldt voor eventuele koersvergelijkingen tussen verschillende plaatsen van uitvoering, die de eventuele vertragingen in de koers ten opzichte van de realtimekoers onvoldoende zouden weerspiegelen. Die tijdsverschillen hebben nochtans een impact op de betrouwbaarheid van de voorgestelde simulaties.

Tot slot is dat ook het geval als de transactiewebsite van een gereguleerde onderneming alle plaatsen van uitvoering voorstelt waarop het door de cliënt opgegeven aandeel wordt verhandeld, terwijl het orderuitvoeringsbeleid van die onderneming voor dat aandeel een plaats van uitvoering “par défaut” vermeldt. De FSMA is van mening dat de cliënt dan de indruk zou kunnen hebben dat de gereguleerde onderneming de beste plaats van uitvoering zal kiezen uit alle plaatsen van uitvoering die in verband met het order worden opgesomd, terwijl de gereguleerde onderneming in werkelijkheid, tenzij de cliënt specifieke instructies ter zake heeft gegeven, het order van de cliënt zal uitvoeren op de door haar gedefinieerde plaats van uitvoering “par défaut” voor het betrokken aandeel.

De FSMA is van mening dat het onaanvaardbaar is dat de indruk wordt gewekt dat de door de gereguleerde ondernemingen ontwikkelde tool met betrekking tot de optimale uitvoering de beste plaats van uitvoering zal bepalen voor het geplaatste order wanneer dat niet het geval zou zijn.

6.4.2.3 Gevolg dat aan het verzoek om bijkomende toelichting van de cliënt wordt gegeven

De FSMA wijst erop dat de gereguleerde onderneming aan de cliënt zou moeten meedelen dat hij bijkomende toelichting kan krijgen over het door de onderneming bepaalde orderuitvoeringsbeleid, en hoe hij die bijkomende toelichting kan verkrijgen.

Verder zou het orderuitvoeringsbeleid de cliënt ook moeten informeren over het feit dat hij de gereguleerde onderneming informatie kan vragen over inachtneming van haar orderuitvoeringsbeleid bij de uitvoering van een bepaald order.

6.4.2.4 Informatie op de uitvoeringsborderellen

De FSMA analyseerde een steekproef van uitvoeringsborderellen van de gereguleerde ondernemingen waar een inspectie is uitgevoerd in het licht van artikel 21 **KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007**.

Zij stelde daarbij een aantal tekortkomingen vast op het vlak van de verplicht op de borderellen te vermelden informatie, zoals het tijdstip van de transactie en het ordertype (koersorder, limietorder, ...).

Ook moet worden onderstreept dat de entiteiten die RTO-orders zouden uitvoeren, maar die de commerciële keuze zouden hebben gemaakt om de uitvoeringsborderellen zelf op te stellen, op die borderellen alle vermeldingen moeten opnemen die in het voornoemd artikel 21 worden opgesomd, inclusief de plaats(en) van uitvoering.

6.4.2.5 Waarschuwingen bij het het geven van specifieke instructies door cliënten

De FSMA analyseerde de bepalingen met betrekking tot het begrip “specifieke instructies” in het orderuitvoeringsbeleid van verschillende gereguleerde ondernemingen alsook de daarbijhorende waarschuwingen.

De FSMA stelde vast dat de meeste bepalingen van de door haar geanalyseerde orderuitvoeringsbeleiden van die ondernemingen zo waren opgesteld dat zij de indruk wekten dat, als de cliënt specifieke instructies geeft, de betrokken gereguleerde onderneming van elke verantwoordelijkheid inzake de optimale uitvoering werd ontheven.

Het is echter zo dat de gereguleerde ondernemingen die een specifieke instructie van een cliënt uitvoeren, niet langer door de verplichting tot optimale uitvoering gebonden zijn, maar dan uitsluitend voor het precieze aspect van het order dat uit de specifieke instructie van de cliënt voortvloeit²⁰.

6.4.2.6 Instemming van de cliënt met het orderuitvoeringsbeleid

De gereguleerde ondernemingen moeten nagaan of de cliënt met hun orderuitvoeringsbeleid instemde.

Dit impliceert dat – in situaties waarin het orderuitvoeringsbeleid van de gereguleerde onderneming bijvoorbeeld bepaalt dat, als een cliënt een order doorgeeft, hij daardoor instemde met het geldende orderuitvoeringsbeleid van de gereguleerde onderneming op het moment waarop hij zijn order plaatste – de gereguleerde onderneming er moet op toezien dat elke wijziging van haar orderuitvoeringsbeleid ter kennis wordt gebracht van de cliënt. De loutere publicatie van een dergelijke wijziging op de website en/of de transactiewebsite van de gereguleerde onderneming is onvoldoende.

²⁰ Artikel 24, § 2 KB MiFID-uitvoering 3 juni 2007.

Dit betekent ook dat, als het orderuitvoeringsbeleid van de gereguleerde onderneming in verschillende documenten en/of tools opgenomen is en één van die documenten of tools wordt aangepast ingevolge een latere wijziging, de gereguleerde onderneming moet nagaan of zij, wat die wijziging betreft, over een geldige instemming van de cliënt in de zin van artikel 28, § 3, tweede lid **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002** beschikt.

De FSMA herinnert eraan dat het belangrijk is dat de gereguleerde onderneming vooraf nagaat of zij over een expliciete en geldige instemming van de cliënt beschikt, als zij zich het recht voorbehoudt om OTC-transacties te verrichten.

Ook moet worden onderstreept dat de wezenlijke veranderingen die een impact hebben op het vermogen van de gereguleerde onderneming om op consistente basis het best mogelijke resultaat te blijven behalen bij de uitvoering van orders van haar cliënten, ertoe moeten leiden dat de gereguleerde onderneming overgaat tot een herziening van haar orderuitvoeringsbeleid en dat zij toeziet op een passende informatieverstrekking aan haar cliënten over haar aangepaste beleid. Als de informatiedoorstroming naar de cliënten niet optimaal is, zou de geldigheid van de instemming van de cliënten met die wijzigingen in het gedrang kunnen brengen.

6.5 Monitoring en herziening van het beleid en de procedures

6.5.1 Referentiekader

De gereguleerde ondernemingen moeten erop toezien passende beleidslijnen en afdoende procedures op te stellen, te implementeren en in stand te houden tot onderkenning van de risico's van aantasting van hun integriteit of hun reputatie of van niet-naleving van hun verplichtingen in het bijzonder voor wat de regels opgenomen in hoofdstuk II, afdeling 7, **Wet Toezicht Financiële Sector 2 augustus 2002** betreft. Zij moeten toezien op de doeltreffendheid van hun regelingen voor orderuitvoering en van hun beleid ter zake om zo de eventuele lacunes te kunnen opsporen en aanvullen.

De gereguleerde ondernemingen moeten inzonderheid op gezette tijdstippen nagaan of de in hun orderuitvoeringsbeleid vermelde plaatsen van uitvoering tot het best mogelijke resultaat voor de cliënt leiden dan wel of zij hun uitvoeringsregelingen moeten wijzigen. De gereguleerde ondernemingen moeten hierbij:

- hun orderuitvoeringsbeleid en de daarmee samenhangende uitvoeringsregelingen jaarlijks evalueren. De gereguleerde ondernemingen moeten in dat kader beoordelen hoe zij op consistente basis het best mogelijke resultaat kunnen garanderen indien zij nieuwe plaatsen van uitvoering zouden opnemen, indien zij het relatieve gewicht van de factoren van uitvoering zouden wijzigen, of indien zij een ander aspect van hun orderuitvoeringsbeleid en de daarmee samenhangende orderuitvoeringsregelingen zouden wijzigen;

- een evaluatie verrichten telkens wanneer zich een wezenlijke verandering voordoet in de mogelijkheden van de onderneming om op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen bij de uitvoering van de orders van haar cliënten op de in haar orderuitvoeringsbeleid opgenomen plaatsen van uitvoering. De aard, de draagwijdte en het toepassingsgebied van iedere wijziging zijn bepalend voor wat als een wezenlijke verandering moet worden beschouwd.

De gereguleerde ondernemingen moeten bijgevolg regelmatig individuele transacties evalueren om te kunnen nagaan of hun orderuitvoeringsbeleid en/of de daarmee samenhangende orderuitvoeringsregelingen werden nageleefd en in welke mate zij tot het best mogelijke resultaat voor deze transacties hebben geleid.

Deze evaluatie kan een vergelijking van gelijkaardige transacties omvatten:

- op dezelfde plaats van uitvoering om te kunnen testen of de beoordeling door de gereguleerde ondernemingen van de wijze waarop de orders werden uitgevoerd, correct is;
- op verschillende plaatsen van uitvoering die in het orderuitvoeringsbeleid zijn opgenomen om te kunnen testen of de beste plaats van uitvoering werd gekozen voor een bepaald transactietype.

Indien de resultaten van deze evaluatie niet overtuigend zouden zijn, zouden de gereguleerde ondernemingen passende maatregelen moeten nemen om de toestand te verhelpen, bijvoorbeeld acties ondernemen rond opleiding en communicatie (als het resultaat van de tests door de niet-naleving van het bepaalde orderuitvoeringsbeleid kan worden verklaard), of passende wijzigingen moeten aanbrengen in het beleid of de procedures (als deze bepalingen bevatten die niet/niet langer bij de activiteiten van de onderneming aansluiten).

Vornoemde evaluatiemethode moet door de gereguleerde ondernemingen zelf worden bepaald. Het is niet nodig om alle transacties te evalueren. Een steekproefsgewijze evaluatie kan voldoende zijn.

6.5.2 Vaststellingen

De FSMA stelde vast dat de controles die de betrokken gereguleerde ondernemingen, instelden, hen niet toelieten om het passend karakter van hun orderuitvoeringsbeleid te controleren. Die controles strekten er immers uitsluitend toe na te gaan of het orderuitvoeringsbeleid door de gereguleerde onderneming en haar werknemers werd nageleefd.

De FSMA wijst erop dat de door de drie verdedigingslijnen ingevoerde controles de gereguleerde onderneming in staat moeten stellen om:

- toe te zien op de doeltreffendheid van de door de gereguleerde onderneming genomen maatregelen rond de optimale uitvoering, alsook de eventuele lacunes ter zake op te sporen en te verhelpen. Die evaluatie moet minstens jaarlijks worden uitgevoerd en onmiddellijk als de marktomstandigheden of de omstandigheden eigen aan de gereguleerde onderneming dat vereisen. Dit geldt ook bij elke wezenlijke verandering die een impact heeft op het vermogen van de gereguleerde onderneming om op consistente basis het best mogelijke resultaat te blijven behalen bij de uitvoering van de orders van haar cliënten;
- toe te zien op de naleving van het orderuitvoeringsbeleid door de werknemers.

De gereguleerde ondernemingen moeten aan de hand van een geactualiseerde studie kunnen aantonen dat hun strategische keuzes op het vlak van de optimale uitvoering verantwoord en gedocumenteerd zijn. Die studie - resultante van een nauwe samenwerking tussen de leden van de effectieve leiding die verantwoordelijk zijn voor de operationele functies in verband met de uitvoering van orders en de interne controlefuncties- moet het mogelijk maken een inzicht te verwerven in de overwogen opties inzake optimale uitvoering en de redenen die verklaren waarom uiteindelijk slechts bepaalde opties zijn behouden. Die studie moet worden geactualiseerd om rekening te houden met de marktevoluties, de behoeften van de gereguleerde ondernemingen en hun cliënten, en, in voorkomend geval, de door de concurrenten gemaakte keuzes.

6.6 Opleiding van het personeel

6.6.1 Referentiekader

De gereguleerde ondernemingen moeten medewerkers in dienst hebben die over de nodige vakbekwaamheid, kennis en deskundigheid beschikken om de hun toevertrouwde verantwoordelijkheden uit te oefenen. De medewerkers die in het orderuitvoeringsproces betrokken zijn, moeten over een passend niveau van kennis en ervaring beschikken in het licht van de taken die zij uitvoeren.

6.6.2 Vaststellingen

De FSMA stelde vast dat de opleidingen die ter beschikking worden gesteld van de personeelsleden van de gereguleerde ondernemingen, niet altijd voldoende waren uitgewerkt of geactualiseerd, terwijl soms wel wezenlijke veranderingen in het orderuitvoeringsbeleid waren aangebracht.

De gereguleerde ondernemingen moeten er echter op toezien dat de door hen ontwikkelde procedures en handleidingen geactualiseerd zijn en worden voorgesteld tijdens ad-hocopleidingen voor de personeelsleden rond het thema van de verplichting tot optimale uitvoering.

De gereguleerde ondernemingen moeten er ook op toezien dat de in de orderuitvoering betrokken medewerkers voldoende kennis bezitten over de wettelijke verplichtingen tot optimale uitvoering en over het beleid en de procedures die de gereguleerde ondernemingen ter zake ontwikkelden. Deze vereiste geldt ook voor de controlefuncties (drie verdedigingslijnen) van de gereguleerde ondernemingen die betrokken zijn in de monitoring en de herziening van het beleid en de procedures inzake optimale uitvoering.

De FSMA wijst er ook op dat de controlefuncties over de vereiste technische en menselijke middelen moeten beschikken om een efficiënte en relevante controle op de naleving van de verplichtingen tot optimale uitvoering te kunnen uitoefenen.

7 Conclusies

Dit verslag bevat een samenvatting van de vaststellingen van de inspecties van de FSMA in verband met het beleid en de procedures van de gereglementeerde ondernemingen in verband met de verplichting tot optimale uitvoering en de uitgewerkte controlemaatregelen om de naleving van de wettelijke bepalingen dienaangaande te garanderen.

Gelet op het huidige convergentieniveau van de toezichtsbenaderingen in de verschillende EU-lidstaten en op het feit dat bepaalde aspecten van het toepasselijk wettelijk kader voor interpretatie vatbaar zijn, heeft de FSMA geopteerd voor een benadering waarbij alleen overtredingen van eenduidige bepalingen als tekortkomingen worden beschouwd.

Voor de gereglementeerde ondernemingen waar geen inspectie werd uitgevoerd, behelst dit verslag een referentiedocument aan de hand waarvan zij de efficiëntie van hun procedures kunnen beoordelen in het licht van de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering en de verwachtingen van de FSMA op dat vlak. Het spreekt voor zich dat de vaststellingen in het kader van die inspecties betrekking hebben op het toepassingsgebied van die inspecties, nl. de transacties in Bel20-aandelen verricht voor niet-professionele cliënten, maar dat de aandachtspunten die de FSMA in dit verslag aankaart, ook op ruimere schaal (bv. in verband met andere financiële instrumenten, professionele cliënten, ...) in aanmerking moeten worden genomen.

Hoewel de verplichting tot optimale uitvoering een middelenverbintenis is en hoewel de FSMA goede praktijken kon vaststellen, is zij, op de datum van publicatie van dit verslag, toch van oordeel dat de wijze waarop de gecontroleerde gereglementeerde ondernemingen hun beleid en procedures inzake de verplichting tot optimale uitvoering hebben bepaald en toegepast, grote tekortkomingen vertoont in het licht van de wettelijke verplichtingen, in hoofdzaak wat de volgende elementen betreft:

- De door bepaalde gereglementeerde ondernemingen uitgewerkte uitvoeringsstrategie was niet altijd coherent met de uitgewerkte procedures of de manier waarop de orders op het terrein werden uitgevoerd door de gereglementeerde ondernemingen. Zo stelde de FSMA vast dat bepaalde gereglementeerde ondernemingen die verklaarden al hun orders zelf uit te voeren, dan wel voor bepaalde markten te opteren voor uitbesteding, in werkelijkheid een beleggingsdienst verstrekten die bestond uit het ontvangen van orders van cliënten en het doorgeven van die orders voor uitvoering door een derde entiteit (RTO).
- De keuze van de plaats van uitvoering “par défaut” door bepaalde gereglementeerde ondernemingen in hun orderuitvoeringsbeleid (bv. de meest liquide markt of de thuismarkt van de betrokken instrumenten) was niet noodzakelijk gebaseerd op objectieve gegevens, aan de hand waarvan die ondernemingen konden aantonen dat zij, bij de uitvoering van de orders op die markt, de voor hen geldende verplichting tot

optimale uitvoering voor wat de totale tegenprestatie (prijs en kosten) voor de niet-professionele cliënten betreft, op consistente basis nakwamen.

- Het begrip “specifieke instructie” werd niet steeds correct gedefinieerd of toegepast. Bepaalde gereguleerde ondernemingen interpreteerden dat begrip immers op een manier die onaanvaardbaar was of die de cliënten ertoe aanzette een specifieke instructie te geven. Overigens wekte het orderuitvoeringsbeleid bij bepaalde gereguleerde ondernemingen de indruk dat, als de cliënt een order met een specifieke instructie plaatste, die ondernemingen er niet meer toe gehouden zouden geweest zijn hun orderuitvoeringsbeleid op algemene wijze toe te passen, terwijl zij in de praktijk wel degelijk verplicht waren om dat beleid toe te passen voor de delen van het order waarop de specifieke instructie geen betrekking had²¹.
- De door de gereguleerde ondernemingen uitgevoerde monitoring en controles lieten doorgaans niet toe te controleren of de gedefinieerde uitvoeringsstrategie correct in het orderuitvoeringsbeleid en de interne procedures was vertaald. De meeste controles strekten er uitsluitend toe te garanderen dat het ingevoerde beleid en de procedures werden nageleefd, zonder dat het passende karakter ervan werd nagegaan. Verder konden slechts enkele ondernemingen aantonen dat zij hun orderuitvoeringsbeleid (inclusief de gekozen strategie) op geregelde tijdstippen opnieuw hadden geëvalueerd.
- De aan de cliënten verstrekte informatie over de verplichting tot optimale uitvoering was niet steeds toereikend om aan de ter zake geldende wettelijke verplichtingen te kunnen beantwoorden. De gereguleerde ondernemingen moeten erop toezien dat de aan de cliënten verstrekte informatie over het beleid en bij de plaatsing van een order door de cliënt (inclusief de waarschuwingen in verband met de specifieke instructies), de cliënt niet misleiden over de aard van de verstrekte dienst en dat die informatie in overeenstemming is met de ter zake geldende bepalingen. De orderuitvoeringsborderellen moeten alle wettelijk vereiste vermeldingen bevatten.
- De personeelsopleidingen rond de naleving van de verplichting tot optimale uitvoering moeten worden verbeterd. Inhoudelijk moeten de opleidingen het de betrokken medewerkers van de gereguleerde ondernemingen mogelijk maken om kennis te nemen van alle toepasselijke wettelijke en reglementaire bepalingen en van het interne beleid en procedures die de gereguleerde onderneming heeft uitgewerkt om daaraan te voldoen.

²¹ De gereguleerde onderneming voldoet aan haar verplichting tot optimale uitvoering als zij een order of een specifiek aspect van het order uitvoert volgens de instructies die de cliënt voor het order of het specifiek aspect van het order heeft gegeven.

Na afloop van die verschillende inspecties eiste de FSMA dat de betrokken gereguleerde ondernemingen, op basis van het hun overhandigde individuele en vertrouwelijke verslag, corrigerende maatregelen zouden nemen om zich aan de geldende reglementering te conformeren.

*

* *

De FSMA wenst de aandacht van de effectieve leiding van de gereguleerde ondernemingen te vestigen op het belang van het verrichten van interne denkoefeningen en studies omtrent de impact van de tenuitvoerlegging van de MiFID II-richtlijn en van de maatregelen tot omzetting ervan naar Belgisch recht.