

## Beleidsregel Churning

*Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-09 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen (Beleidsregel churning).*

12 december 2006

### 1. Inleiding

Artikel 4:25 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) bevat de grondslag voor nadere regels bij en krachtens algemene maatregel van bestuur met betrekking tot de in acht te nemen zorgvuldigheid. Het uitgangspunt van de door een beleggingsonderneming in acht te nemen gedragsregel is neergelegd in artikel 84 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo), namelijk dat een beleggingsonderneming handelt in het belang van haar cliënten (zorgplicht).

Een van de bepalingen die dienen te waarborgen dat een beleggingsonderneming handelt in het belang van haar cliënten is neergelegd in artikel 6:12 Nrgfo inzake onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen.

In artikel 6:12 Nrgfo is de volgende bepaling inzake onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen opgenomen:

1. Een beleggingsonderneming onthoudt zich van het uitvoeren van transacties voor rekening van cliënten met een zodanige frequentie of van een zodanige omvang dat dit gezien de omstandigheden kennelijk strekt tot bevoordeling van de beleggingsonderneming, tenzij sprake is van transacties waarvoor de cliënt op eigen initiatief uitdrukkelijk opdracht heeft gegeven.
2. De beleggingsonderneming onthoudt zich van het in rekening brengen van onevenredig hoge commissies of andere vergoedingen.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft besloten tot het publiceren van onderhavige beleidsregel ter nadere duiding van het beleid van de AFM met betrekking tot het bepaalde in artikel 6:12 Nrgfo.

Ten aanzien van churning is het beleid van de AFM reeds in een eerder stadium bekend gemaakt<sup>1</sup>. Deze beleidsregel kan worden aangemerkt als een technische en beleidsneutrale omzetting in het kader van de Wft en is vastgesteld door middel van het Besluit tot vaststelling

van beleidsregels in het kader van de Wet op het financieel toezicht van 12 december 2006.

Dit is een beleidsregel als bedoeld in artikel 1:3, vierde lid, van de Algemene wet bestuursrecht (Awb). De bevoegdheid van de AFM tot het vaststellen van deze beleidsregel is gebaseerd op artikel 4:81, eerste lid, Awb.

### 2. De basis norm voor transacties als bedoeld in 6:12 Nrgfo

Als uitgangspunt voor een normering die bepaalt of er sprake is (geweest) van transacties als bedoeld in artikel 6:12 Nrgfo wordt de verhouding genomen tussen enerzijds de aan de cliënt in rekening gebrachte beleggingskosten en anderzijds het gemiddeld belegd vermogen én het te verwachten beleggingsresultaat.

Het percentage van de beleggingskosten ten opzichte van het gemiddeld belegd vermogen geeft aan hoe hoog het verwachte beleggingsrendement zou moeten zijn om alleen de kosten te compenseren. Indien dit percentage zodanig hoog is dat een, mede gelet op de financiële instrumenten en de manier waarop deze worden gebruikt, redelijkerwijs te verwachten positief beleggingsresultaat onwaarschijnlijk moet worden geacht is naar het oordeel van de AFM in ieder geval sprake van churning. Er behoeft niet betrekking tot het laatste overigens geen sprake te zijn van stelselmatig handelen.

Als referentieperiode dient in principe één jaar in acht te worden genomen. De specifieke omstandigheden van het geval kunnen een andere referentieperiode, bijvoorbeeld een maand of kwartaal, rechtvaardigen.

#### Beleggingskosten

Onder beleggingskosten wordt verstaan alle kosten die de beleggingsonderneming aan de cliënt in rekening brengt of heeft gebracht in verband met de voor de cliënt verrichte beleggingsdiensten.

#### Gemiddeld belegd vermogen

Voor het bepalen van het gemiddeld belegd vermogen van de individuele cliënt wordt het belegd vermogen aan het begin van de in beschouwing genomen periode vermeerderd met de verrichte bijstortingen en verminderd<sup>2</sup>. Bij de correctie op het beginvermogen wordt rekening gehouden met de tijdsevenredigheid<sup>3</sup>.

### 3. Specifieke omstandigheden van het geval

Bij de beoordeling of er sprake is van churning dienen de specifieke omstandigheden van het geval mede in beschouwing te worden genomen. Met de specifieke omstandigheden van het geval worden elementen bedoeld die een rol spelen bij de beantwoording van de vraag of er sprake is van churning. Deze elementen worden hieronder opgesomd:

- De beleggingsdoelstelling van de belegger;
- De door de instelling in te zetten strategieën en financiële instrumenten en daarbij horende redelijkerwijs te verwachten beleggingsresultaten;
- Het risicoprofiel van de belegger;
- De schriftelijke afspraken tussen de belegger en de beleggingsonderneming;
- De looptijd;
- De hoogte van de transactiegerelateerde vergoeding;
- Het aantal en de omvang van de transacties;
- Het soort financieel instrument;
- De veranderingen in de marktomstandigheden;
- Het historisch verloop van de portefeuilles;
- De fase waarin een portefeuille zich bevindt (opbouw, herstructurering, wijziging profiel belegger).

De vraag of er sprake is van churning kan derhalve slechts worden beantwoord, indien de basisnorm én de specifieke omstandigheden van het geval in onderlinge samenhang in oogen-schouw worden genomen. Specifiek dient de vraag te worden beantwoord of gezien de persoonlijke omstandigheden van de belegger de aard en de frequentie van de transacties passen in het beleggingsprofiel.

Met betrekking tot bovenstaande normering wordt eveneens verwezen naar de jurisprudentie ter zake<sup>4</sup>.

### 4. De werking van artikel 6:12 Nrgfo

Artikel 6:12 Nrgfo gaat uit van het bestaan van zorgplicht van de beleggingsonderneming ten opzichte van de cliënt. Indien een cliënt uitdrukkelijk op eigen initiatief opdrachten geeft ter uitvoering van transacties is er in relatie tot artikel 6:12 Nrgfo geen sprake van een omstandigheid op grond waarvan geoordeeld zou kunnen worden dat de beleggingsonderneming bij de uitvoering van transacties gehandeld heeft in strijd met de belangen van de desbetreffende cliënt. Als een adviseur met het geven van (specifiek) advies een dominante rol

heeft gespeeld in het handelen van de cliënt, wordt gesteld dat het initiatief niet van de cliënt maar van de adviseur afkomstig is.

Een omstandigheid als bedoeld in de eerste volzin kan zich voordoen wanneer sprake is van een 'execution only' situatie, bijvoorbeeld bij orderlijnen via het internet.

## 5. Slotbepaling

De bekendmaking van deze beleidsregel geschiedt door publicatie in de Staatscourant.

De beleidsregel treedt in werking op 1 januari 2007.

Deze beleidsregel wordt aangehaald als **Beleidsregel Churning**.

*Amsterdam, 12 december 2006.*

*A.W. Kist, Bestuurslid,  
P.M. Koster, Bestuurslid.*

<sup>1</sup> Beleidsregel 02-04 van de Autoriteit Financiële Markten met betrekking tot de in artikel 29 van de Nrg 2002 neergelegde bepalingen inzake onevenredig hoge transactiefrequenties, commissies of andere vergoedingen (churning).

<sup>2</sup> Onder belegd vermogen wordt verstaan: (i) liquide middelen die voor de cliënt worden aangehouden ten behoeve van diens portefeuille in financiële instrumenten (onder de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte) 'effectenportefeuille' genoemd) en (ii) de portefeuille in financiële instrumenten gebaseerd op marktwaarde. Voor beursgenoteerde beleggingen, indien dagelijks verhandelbaar, betreft de marktwaarde de officiële beurskoers. Voor andere beleggingen dient een gestandaardiseerde wijze van waardebepaling te worden gehanteerd, welke geverifieerd moet kunnen worden. Onder portefeuille in financiële instrumenten wordt niet alleen verstaan financiële instrumenten als bedoeld in de Wft, maar ook vorderingen of verplichtingen, luidende in financiële instrumenten

<sup>3</sup> Indien een storting dan wel afboeking tussentijds heeft plaatsgevonden wordt de mutatie voor een evenredig deel gecorrigeerd. Bijvoorbeeld: indien een storting op 2/3 deel van het in beschouwing te nemen tijdvak heeft plaatsgevon-

den, dient deze storting voor 1/3 deel aan het beginvermogen te worden toegevoegd.

<sup>4</sup> Verwezen wordt naar de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 5 april 2000 (procedurenummer AWB 98/341 S1) waarbij het College het oordeel van de STE (per 1 maart 2002 naam gewijzigd in AFM) heeft onderschreven dat de betreffende effecteninstelling de belangen van haar cliënten onvoldoende behartigd heeft door een zodanig groot aantal transacties voor hen te verrichten dat zij verliezen hebben geleden ten gevolge van de daaraan verbonden kosten (provisies). Het totale bedrag aan provisies was in verhouding tot het ingelegde vermogen zo hoog dat slechts een negatief beleggingsresultaat kon worden verwacht, uitgaande van realistische koerswinsten. Uit onderzoek was gebleken dat appellante in een periode van 8 maanden met koerswinsten een rendement van 69,9% (d.i. 105% per jaar) op het ingelegde vermogen had moeten realiseren om de met haar beleggingsbeleid gemoeide kosten te compenseren. Het College oordeelde dat de STE bij de beoordeling '(...) in redelijkheid als maatstaf kan hanteren, de vraag of de kosten die dat beleid voor de cliënten genereert, uitgaande van realistische koerswinsten, in theorie kunnen worden gecompenseerd door te behalen rendementen'.

Verwezen wordt naar de uitspraak van de Klachtencommissie Optiebeurs d.d. 12 november 1996 (nr. 9617), waarbij de Klachtencommissie Optiebeurs onder meer heeft vastgesteld:

'(...) In ruim een half jaar heeft verweerder aan klaagster een bedrag van f 21.803,- aan provisie in rekening gebracht. Dit is circa 22% van het ingelegde vermogen. Hoewel de Commissie beseft dat de handel in kortlopende opties en futures hoge kosten mee kan brengen is zij van oordeel dat verweerder ook in dit opzicht onvoldoende oog heeft gehad voor het belang van klaagster'.

Tevens wordt verwezen naar de uitspraak van de Klachtencommissie Optiebeurs d.d. 12 november 1996 (nr. 9618), waarbij de Klachtencommissie Optiebeurs onder meer heeft vastgesteld:

'(...) In ruim een half jaar heeft verweerder aan klager een bedrag van f 8.775,- aan provisie in rekening gebracht. Dit is circa 25% van het ingelegde vermogen. Hoewel de Commissie beseft dat de handel in kortlopende opties en futures hoge transactiekosten mee kan brengen is zij van oordeel dat verweerder ook in dit opzicht onvoldoende belang heeft gehad voor het belang van klager'.

Tenslotte zij verwezen naar de uitspraak van de Klachtencommissie DSI d.d. 16 november 2001 (nr. 224), waarbij de Klachtencommissie onder meer heeft vastgesteld:

'(...) Klager heeft op 23 november 1995 een beleggingsovereenkomst gesloten waarbij hij verweerder de vrije hand heeft gegeven bij het beheer van zijn vermogen en geen enkele categorie beleggingstransacties heeft uitgesloten. Blijkens de overeenkomst diende het beleggingsbeleid te zijn gericht op het behalen van een voor klager zo goed mogelijk resultaat. In de overeenkomst is niet nader omschreven welk beleggingsbeleid partijen daarbij voor ogen heeft gestaan en welk risicoprofiel zij aanvaardbaar hebben geacht. Uit de gang van zaken gedurende de eerste jaren kan echter worden afgeleid dat het voor klager aanvaardbaar was dat verweerder actief handelde, een groot aantal transacties uitvoerde en gebruik maakte van de hefboomwerking van opties.

(...) Partijen verschillen van mening over de mate waarin klager zich met het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan heeft bemoeid. Op grond van het schriftelijk en mondeling gestelde, acht de Commissie het aannemelijk dat klager zijn account manager heeft aangemoedigd tot een actief beleid en tot het innemen van méér nog grotere posities. Van verweerder had mogen worden verwacht dat hij nadat in juni 1999 was gebleken dat de marktsituatie onzeker was geworden, in de periode juli tot begin oktober toen de onzekerheid voortduurde, een minder agressief beleid zou voeren en het aantal transacties, mede in verband met de daaraan verbonden kosten, binnen de perken zou houden. Dat klager hem wellicht ook in deze periode heeft aangezet tot frequent handelen, doet daar niet aan af. De Commissie is dan ook van oordeel dat verweerder een deel van de buitengewoon hoge provisie van beide portefeuilles dient terug te betalen. De provisie over 1998 heeft afgerond f 1.733.000,- ofwel circa 15% van het gemiddeld belegde vermogen bedragen, waarbij nog in aanmerking moet worden genomen dat deze provisie voornamelijk op de eerste negen maanden betrekking heeft gehad. Uit deze cijfers blijkt dat verweerder in de periode juni tot oktober 1998 bij het bepalen van het aantal transacties onvoldoende rekening heeft gehouden met het belang van zijn cliënt.(...) De Commissie stelt naar redelijkheid en billijkheid vast dat het aan het tijdvak van 1 juli toe en met de eerste dagen van oktober 1998 toe te rekenen gedeelte van de in rekening gebracht provisies f 540.000,- bedraagt. Bij een meer gematigd transactiebeleid had de provisie naar het oordeel van de Commissie niet meer mogen zijn dan f 180.000,-, zodat een bedrag van f 360.000,- als bovenmatig moet worden aangemerkt'.