

Copenhagen Business School 2008
Institut for Finansiering
Kandidatafhandling - Cand.merc.fir

Best Execution

af Stine Harbo Sørensen
under vejledning af Johannes Mouritsen

Afleveret den 28. oktober 2008

1 Executive summary

Throughout the last 21 years, the investment market has undergone massive changes, which have had a great impact on the possibilities for Investors all over the world to invest in new instrument and on new and different markets.

These changes have led to some new regulations, so the investment market can be more effective, and the investor can get more protected. Today there is a regulation set MiFID in the European Union, which have set eye for making the market more effective and the investor more protected. As a result thereof MiFID has implemented the requirement that all investors should get best execution.

The focus of this paper is what best execution is to different investors, and how best execution is measured depending on different best execution factors and on different markets.

The first part of the theses analyses the term best execution of what is was, and to what is has become. This leads to an examination of, which investors that are affected by best execution, and what their choice of investment is.

In the second part of the paper, it is examined whether current regulations for financial institutions are sufficient, and how these have affected best execution.

This leads to a look at other investment markets such as United Kingdom and United State of America.

In the third part it will be analysed, how best execution is measured for different kind of investors, and what they demand of best execution.

Finally, based on the findings, it is determined if the current regulation, and hereunder the term best execution, should be altered, in order to make the financial market more efficient, and in order to give more investor protection, or whether it should be up to the market to regulate the current conditions.

Indholdsfortegnelse

1	Executive summary	0
	Forkortelser	4
2	Indledende afsnit	5
2.1	Indledning	5
2.2	Problemformulering	6
2.3	Metode	6
2.4	Afgrænsning, ramme- og processtyringsfaktorer	8
3	Best Execution og investorer	11
3.1	Best Execution, hvad er det?	11
3.1.1	Best Execution op til i dag	11
3.1.2	Best Execution eksempel	13
3.2	Markedsdeltagere/Investorgrupper	14
3.2.1	Detail investorer	14
3.2.2	Professionelle investorer	14
3.2.3	Godkendte modparter	15
3.3	Investor beskyttelse	15
3.4	Investorens investeringsvalg	16
3.5	Agency Theory	17
3.5.1	Rationalitet	18
3.5.2	Fuldkommen konkurrence	19
3.5.3	Information	19
3.5.4	Moral Hazard og Adverse Selection	19
3.6	Best Execution og Investoren	20
3.6.1	Markedsstruktur	21
3.6.2	Optimal markedsstruktur	23
3.7	Delkonklusion	24
4	Regulering og udvikling	25
4.1	Introduktion til Børsretten	25
4.1.1	Børsretten	25
4.2	Tiden op til den første Børsreform	26
4.3	Børsreform I	27
4.4	Børsreform II	29
4.4.1	Værdipapirhandelsloven	29
4.4.2	Best execution under Børsreform II	31
4.5	Børsreform III	31
4.6	Direktivet MiFID	32
4.6.1	Investorbeskyttelsesregimet	34
4.6.2	Nye Handelspladser og markedsformer	36
4.6.3	Markedsgennemsigtighed og rapportering	39
4.6.4	Organisatoriske krav	40
4.6.5	Det europæiske pas for grænseoverskridende aktiviteter	41
4.7	Globale forskelle	41
4.8	MiFID kontra RegNMS og FSA	42
4.8.1	SEC	43
4.8.2	Financial Services Authority	46
4.9	Regelsættenes påvirkninger	47

4.10	Konsekvens for investor.....	49
4.10.1	Best Execution og den institutionelle investor.....	50
4.11	Delkonklusion	51
5	Måling af Best Execution.....	52
5.1	Best Execution omkostninger	52
5.2	Udførelsesmetoder	53
5.3	VWAP.....	53
5.4	Transaction Cost Analysis (TCA).....	54
5.4.1	The Iceberg of Transaction Cost.....	54
5.5	OTC Benchmark	58
5.5.1	OTC Benchmark Model.....	59
5.5.2	Opbygning af OTC Benchmark modellen	60
5.5.3	Anvendelse af Benchmarket	62
5.5.4	Omkostninger ved et OTC benchmark	62
5.5.5	Formålet med en Benchmark model	63
5.6	Best Execution Benchmark (BEB)	64
5.6.1	BEB eksempel.....	66
5.7	EQS Ratio som benchmark	67
5.7.1	Måling af EQS Ration.....	70
5.8	Opsummering af Benchmark modellerne	72
5.9	Best Execution Processen.	72
5.9.1	Valg af handelsstrategi.....	72
5.9.2	Måle og overvåge handelsomkostningerne.....	74
5.9.3	Evaluer formuebestyren's præsentation	75
5.9.4	Teknologi og information	76
5.10	Ordre proces contra standard benchmark.....	77
5.11	Delkonklusion	78
6	Diskussion af Best Execution.....	80
6.1	Delkonklusion	81
7	Konklusion	82
8	Perspektivering	85
	Litteraturliste	86
	Bilag 1: Handelsformer	94
	Bilag 2: Definitionen af et likvidt marked.....	95
	Bilag 3: Orchestrating liquidity	96
	Bilag 4: Chain of execution.....	97
	Bilag 5: Værdipapirhandels definitioner	100
	Bilag 6: Algorithmic trading.....	101

Forkortelser

ATS:	Alternative Trading Systems
CESR:	The Committee of European Securities Regulators.
CFA:	Chartered Financial Analyst Institute, det tidligere AIMR.
ECN:	Electronic Communication Networks
ECU:	European Currency Unit. ECU'en var EUs regne- og afregningsenhed i perioden 1979-1999, og blev den 1. januar 1999 afløst af euroen.
EU:	Europæiske Union
FSA:	Financial Services Authority
FSAP:	Financial Services Action Plan
IDB:	Inter-Dealer Brokers
IOSCO:	Organization of Securities Commissions
ISD:	Investment Service Directive/ Investerings servicedirektiv.
MHF/MTF:	Multilaterale handelsfaciliteter, Multilateral Trading Facility.
MiFID:	Markets in Financial Instruments Directive.
NASDAQ OMX:	National Association of Securities Dealers Automated Quotations (et elektronisk aktiemarked med over 3.200 noterede selskaber). Nasdaq har fusioneret med OMX, som Københavns Fondsbørs er en del af.
NBBO:	National Best Bid and Offer
NYSE:	New York Stock Exchange
OMS:	Order Management System
OTC:	Over-The-Counter market
RegNMS:	Regulation National Market System
RM:	Regulerede markeder
SEC:	Securities and Exchange Commission
SI:	Systematic Internalisers
TCA:	Transaction Cost Analysis
VWAP:	Volume Weighted Average Price

2 Indledende afsnit

2.1 Indledning

Overalt i verden sker der hele tiden forandringer. Forandringerne har stor betydning for investeringsmarkedet, og den måde der handles på, hvilket har medført, at der er kommet et øget fokus på udviklingen af handelssystemer. Derfor har der fra EU været et ønske om at regulere handelssystemerne, og den måde der handles på. Dette er sket ved hjælp af MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), der er et regelsæt, der har til formål at beskytte investorerne, herigennem at investoren opnår best execution.

Som udgangspunkt er en investor ikke interesseret i, hvordan en handel udføres, så længe det bedste afkast opnås. Baggrunden for MiFIDs reguleringer er derfor at sikre, at investoren opnår den bedst mulige handelsproces, samt giver muligheden for at få indblik, og på sigt endda interesse for den pågældende handelsproces.

Desuden kræver best execution i dag, at der skal være flere handelspladser at vælge imellem, både for opnåelsen af best execution samt som benchmark, da forskellige investorer har forskellige krav til best execution. Detail investorer vil have den bedste pris, hvorimod institutionelle investorer vil have anonymitet og udførelse af handler med mindst markedspåvirkning.

Den teknologiske udvikling har betydet, at detail investoren nu har mulighed for selv at handle på Internettet, og investeringsforeninger er derfor måske ikke længere det bedste alternativ for detail investoren. Dette kan ses i lyset af, at omkostningerne for investeringsforeninger er steget.

Gennem min overbygning i cand.merc. finansiering og regnskab har jeg fået kendskab til forskellige investeringers afkast og risiko, da det har været et centralt emne på studiet. Formålet med denne kandidatafhandling er derfor at bruge denne viden til en empirisk undersøgelse af best execution, som kan gøre de læsende af denne kandidatafhandling mere oplyst omkring begrebet.

Gennem min kandidatoverbygning har jeg fået kendskab til investeringens afkast og risiko, da dette er et centralt emne på studiet. Formålet med denne kandidatafhandling er, at bruge denne viden til

empirisk at undersøge best execution. Dette anses for at være et yderst relevant emne, da værdipapirhandlere er forpligtet til at opfylde dette.

2.2 *Problemformulering*

Grunden til jeg har valgt emnet best execution er, at det i øjeblikket er et meget debatteret begreb blandt værdipapirhandlere verden over. Dette skyldes, at det stadig er et ”løst” begreb, og at det har betydning for den enkelte investors investeringsvalg. Derfor finder jeg det interessant at analysere begrebet ”Best Execution”, hvor formålet er at se på, hvordan regulativer som MiFID har påvirket dette begreb. Desuden vil jeg ud fra teorien vise, hvordan best execution måles. Igennem kandidatafhandlingen vil følgende nøglespørgsmål blive behandlet:

- Hvilke faktorer skal der tage hensyn til for at opnå best execution?
- Hvilken betydning har det nye direktiv MiFID for best execution?
- Hvilke interessekonflikter kan der opstå mellem de forskellige aktører? (Hvordan kan kunden sikre, at værdipapirhandleren ikke går efter egen interesse?)
- Hvad er de globale forskelle på best execution i Danmark, EU & USA?
- Hvordan måles best execution?

2.3 *Metode*

Den metodeteoretiske tilgang til problemformulering, indsamling og analyse af data, har betydning for udformningen af kandidatafhandlingen og de resultater, der fremkommer gennem analyserne. Derfor vil der i dette afsnit være en redegørelse for, hvilke metodemæssige valg der er truffet i tilgangen til emnet, samt hvilke konsekvenser valgene har for kandidatafhandlingens konklusioner.

Først og fremmest tager kandidatafhandlingen udgangspunkt i det socialkonstruktivistiske paradigme, hvilket skyldes at der er fokus på en teoretisk analyse. Der vil derfor være mange kvalitative data, modsat det positivistiske paradigme hvor der tages udgangspunkt i kvantitative data. Igennem det socialkonstruktivistiske paradigme søges det teoretisk at definere best execution set fra detail og institutionelle investorers synspunkt.¹

¹ Kilde: Andersen, Ib (2003): ”Den skinbarlige virkelighed”, s. 34pp.

Fremgangsmåden jeg har valgt at benytte mig af, til indsamling og udvikling af viden, er den deduktive metode.² En deduktiv metode er, når der med udgangspunkt i teori, siges noget om empirien. En anden fremgangsmåde er induktion, hvor der med udgangspunkt i empirien slutter sig en generel viden om teorien³. Grunden til at jeg har valgt at bruge deduktion frem for induktion er, at jeg har valgt at undersøge, hvordan best execution påvirker de forskellige investorer, dette vil jeg gøre ved at klarlægge de empiriske sammenhænge gennem analyser fra forskellige kilder. Denne deduktive fremgangsmåde kan have den betydning, at der er ledt efter specifikke sammenhænge, og dermed risiko for, at observationerne overfortolkes, da de måske ikke er et udtryk for den generelle situation. Dette har særligt gjort sig gældende i analysen af begrebet best execution samt målingen af best execution. Dette vurderes dog ikke som et problem med hensyn til problemløsningen, da der igennem de dybdegående analyser, er søgt at holde overblikket. Det er blot et kritikpunkt, læseren skal holde sig for øje.

Jeg har derfor valgt en bevisførelses undersøgelse i stedet for en eksplorativ undersøgelse⁴. De faktorer jeg deducerer, ønsker jeg at sætte i sammenhæng med den skrevne teori om best execution, således at al dataindsamling sker, bevidst eller ubevidst, ud fra min problemstilling.

Der er i igennem min udarbejdelse af denne kandidatafhandling fremkommet en bred teoretisk forståelse om best execution, og det er her denne kandidatafhandling har sin teoretiske forankring kombineret med yderligere litteratur.

Den empiriske dataindsamling består primært af sekundære data. Disse kan opdeles i to overordnede områder: Materiale fra adskillige forskere, som primært består af kvalitative data, samt rapporter udført af anerkendte analyseinstitutter, som særligt bliver benyttet til analysen og målingen af best execution.

Materialet fra udbydere af best execution analyser har haft meget positive undertoner, idet det er blevet brugt som salgsmateriale over for investorerne. Til validering af denne problemstilling er benyttet artikler fra anerkendte tidsskrifter, såsom Financial Analysts Journal og Traders Magazine.

Denne kandidatafhandling er blevet til gennem en dynamisk proces, da den er udfærdiget,

² Kilde: Andersen, Ib (2003): "Den skinbarlige virkelighed", s. 39pp.

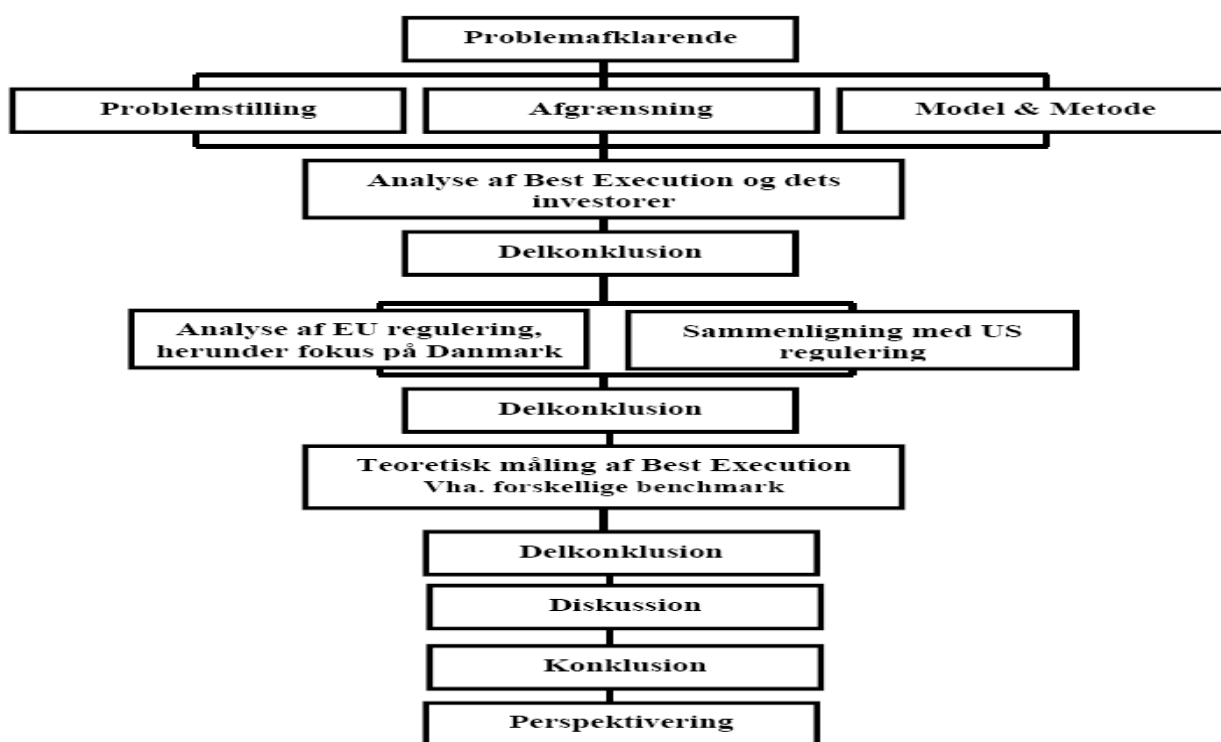
³ Kilde: Andersen, Ib (2003): "Den skinbarlige virkelighed", s. 39pp.

⁴ Kilde: Andersen, Ib (2003): "Den skinbarlige virkelighed", s. 22pp

samtidig med at markedsdeltagere har skullet implementere MiFID's regelsæt. Dette har givet nogle metodiske udfordringer undervejs, da forholdene på det europæiske marked i forhold til det amerikanske marked stadig ikke er helt gennemarbejdet. Samtidig har dette forhold haft indflydelse på den ovennævnte dataindsamling, da der endnu ikke er udfærdiget litteratur omkring MiFIDs endelige påvirkning af best execution. Den dynamiske proces har betydet, at nogle af informationerne, der er blevet brugt i kapitlerne, er blevet udarbejdet på baggrund af det amerikanske marked, men jeg forudsætter, at de også vil være gældende for det europæiske marked fremadrettet.

Ovenstående metodiske overvejelser har ført til nedenstående figur 2.1, som i grove træk viser opbygningen af denne kandidatafhandling.

Figur 2-1: Metode figur

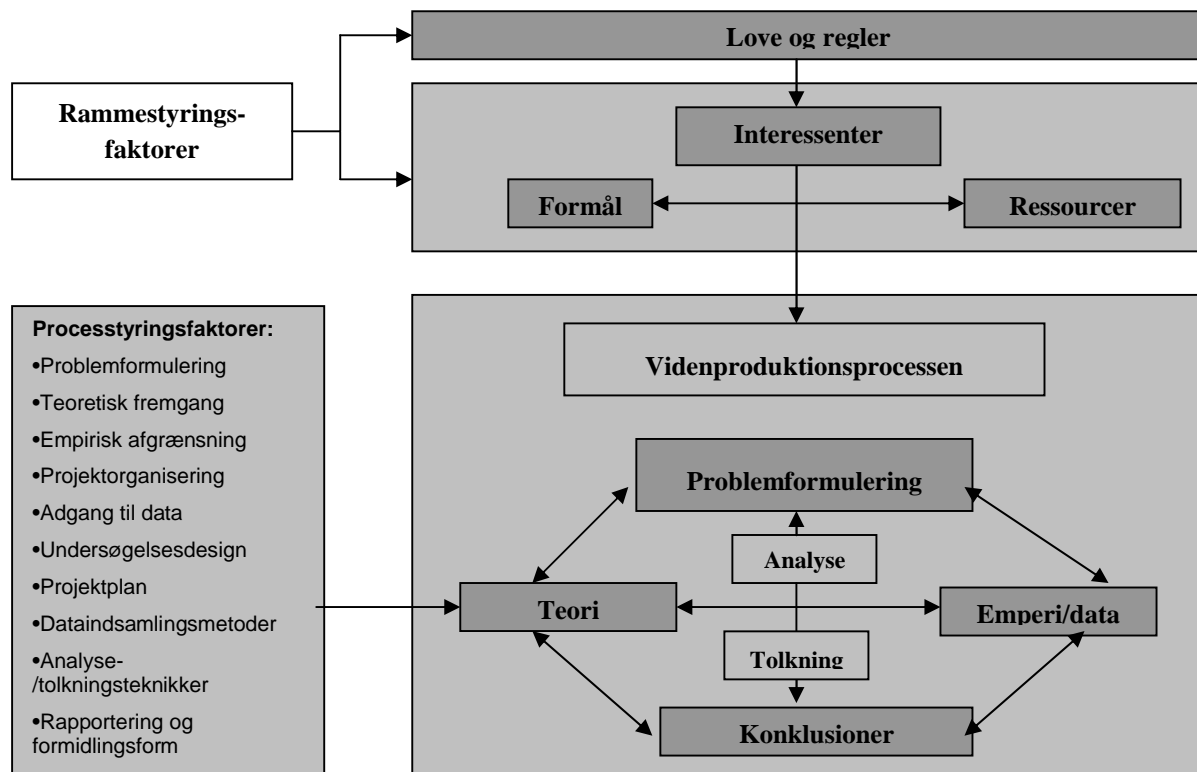


Kilde: Egen tilvirkning

2.4 Afgrænsning, ramme- og processtyringsfaktorer

Der er visse rammestyrings- og processtyringsfaktorer, der sætter naturlige afgrænsninger til denne kandidatafhandling som kort vil blive opridset i dette kapitel, samt betydningen heraf. Der tages udgangspunkt i nedenstående figur 2.2.

Figur 2-2:



Kilde: Andersen, Ib (2003): "Den skinbarlige virkelighed", s. 53.

Love og regler: Reglerne og lovgivningen omkring best execution sætter visse begrænsninger for, hvordan de forskellige markedsdeltagere er påvirket.

Hertil kommer formalia, som stilles til denne kandidatafhandling, der sidetalsmæssigt begrænser dybden af analysen.

Formål: Formålet med denne kandidatafhandling er, at give en definition af best execution på forskellige markeder ud fra forskellige markedsdeltagere, samt vise hvordan best execution bliver målt. Argumentation bag dette er, at det udelukkende er disse informationer investorerne har til at bedømme om de for best execution.

Interessenter: Hovedinteressenterne i denne kandidatafhandling er undertegnede, samt vejleder og censor. Desuden kan forskellige markedsdeltagere have interesse for denne kandidatafhandlingen.

Problemformuleringen betyder, at genstandsfeltet for observationerne vil være detail og de institutionelle investorer. Selvom de gensidige modparter spiller en vigtig rolle i

handels gennemførelse, vil de ikke blive inddraget, medmindre dette findes relevant for best execution.

Da fokus er, hvordan MiFID påvirker best execution, vil andre direktiver, såsom betingelsesdirektivet, EFs børsprospektiv og halvårsrapportdirektivet ikke blive behandlet, da jeg ikke finder det relevant for best execution. Ligeledes vil investeringsservicedirektivet (ISD) kun kort blive beskrevet, for at få den historiske sammenhæng med.

I kandidatafhandlingen vil der heller ikke blive brugt strategiske modeller, som f.eks. Michael E. Porter's fem generiske strategier, da min kandidatopgave er rent teoretisk, og fokus er på investorerne og ikke på de forskellige investeringsselskabers strategier. Der vil derfor heller ikke blive kommet dybere i de fire dynamiske strategier af André F. Perold og William F. Sharpe, selvom buy-hold strategien kort bliver nævnt.

Handelstyper, forskellige værdipapir og afregningsprincipper vil heller ikke blive behandlet, med mindre det har relevans for kandidatafhandlingens analyse. Der tages som værdipapir udgangspunkt i aktier. Desuden bliver investeringsselskabernes handelsomkostninger heller ikke behandlet, da fokus er forskellige måder at måle best execution på. Derfor vil der være en generel analyse af handels og transaktionsomkostninger.

Der vil i kandidatafhandlingen være et kort diskussionsafsnit, hvori min egen mening vil komme til udtryk, da kandidatafhandlingen er en teoretisk opgave, og derfor har jeg ikke haft mulighed for at komme med mine egne meninger i analyserne.

Sluttelig afgrænses dataindsamlingen til d. 15. september 2008. Denne skæringsdato er valgt, da kandidatafhandlingen skulle gennemarbejdes uden påvirkning fra mulige nye kilder.

3 Best Execution og investorer

I dette kapitel forklares begrebet best execution, og hvordan det påvirker de forskellige investorer. Der vil primært blive lagt vægt på den almene investor (detail investor)⁵, da disse er mindre bevidst overfor best execution end institutionelle investorer.

3.1 Best Execution, hvad er det?

Begrebet Best Execution er mangeartet, og begrebet har forskellig betydning for den enkelte markedsdeltager. Derfor er det ikke muligt at finde et unikt markeds begreb for Best Execution, der kan dække over alle markedsdeltagernes krav.

3.1.1 Best Execution op til i dag

Begrebet best execution blev første gang beskrevet, da regelsættet *the Securities Acts Amendment of 1975* blev vedtaget i USA i 1975. Dette vil blive behandlet dybere i afsnit 4.9.1.

Best execution er gennem tiden oftest blevet synonym med bedste pris. Endvidere bliver best execution i dag betegnet som en generalklausul, hvilket betyder, at enhver værdipapirhandel skal udføres på den mest redelige måde og i overensstemmelse med god værdipapirhandelsskik. Ifølge Wayne Wagner er den mest populære definition af best execution følgende ”den bedste pris tilgængelig på hvilket som helst marked på tidspunktet for handlen”.⁶

En værdipapirhandler⁷, der køber eller sælger på investorens vegne, har en pligt til at sikre sig, at kundens interesser varetages bedst muligt. Herunder skal kunderne have de bedst mulige handelsbetingelser, hvilket kan inkludere; den bedste pris, de laveste omkostninger, sandsynlighed for at ordren kan udføres, den bedste rådgivning og den bedste execution hastighed.

Det afgørende, for hvad der er best execution, er kundens forhold i den konkrete situation. En måde at sikre best execution på er, at prisen for aktien skal være inden for et spread, som er forskellen mellem købs og salgskursen for den aktuelle handel. Værdipapirhandleren er derfor nødsaget til

⁵ Se definering af en detail investor i afsnit 2.2.1

⁶ Kilde: Wagner, Wayne H. (1993): “Best Execution”, s. 65.

⁷ Værdipapirhandlere er en fællesbetegnelse for finansielle virksomheder såsom fondsmæglerselskaber, penge- og realkreditinstitutter. Deres forbindelse med handel med børsnoterede værdipapirer er, at de omsætter og udsteder disse, samt påtager de rollen som rådgiver og formidler for investorer og udstedere.

hele tiden at evaluere, om kunden opnår best execution. Evalueringen sker ved, at holde de ordre værdipapirhandleren får, op imod de konkurrerende markeder, market makers eller de elektroniske kommunikations netværker (ECNs). Dette gøres ved at sammenligne, hvilke markeder der tilbyder de bedste vilkår for udførelse af handler. I evalueringen af best execution bør de regulative krav desuden blive analyseret, da det ofte har stor betydning for, hvordan investeringsselskaberne driver virksomhed.⁸

De nye EU-regler om MiFID, som er afløseren til ISD fra 1993, der havde til formål at sikre ens regler for værdipapirhandlen i EU, har medført en masse nye lovkrav og ændringer.

Best Execution er ifølge MiFID betegnet som ”bedste udførelse” af enhver værdipapirhandel, hvilket betyder, at værdipapirhandleren skal udføre best execution ved enhver handelsudførelse. Der vil under afsnittet om MiFID i kapitel 3 komme en nærmere beskrivelse af, hvordan MiFID betegner best execution, og hvordan sammenhængen for best execution i MiFID regelsættet er.

Reglerne vedrørende best execution har til formål at beskytte investoren og øge gennemsigtigheden på markedet. Best execution har forskellige betydning fra markedsdeltager til markedsdeltager. For detail investoren betyder best execution, at de efter bedste evne kan opnå ekspedering i rette tid samt til en lav kommission, hvor det for en pensions fond handler om at få realiserede udbyttet af den pågældende investering, sikring af aktiver samt lav kommission.⁹ Som udgangspunkt kan best execution opdeles i 3 elementer nemlig pris, tid og størrelse, se nedenstående figur 3.1.

Figur 3-1 - Best Execution elementer

Pris
Sikring af aktiver
Lavest kommissions rate
Undgåelse af risiko/ volatilitet
Belysning af limit ordre
Udførelsen indenfor NBBO ¹⁰
Minimum markeds indflydelse/ Opportunity costs
Pris forbedring over ordrens registrerings pris
Tid
Udførelsens umiddelbarhed/hastighed
Størrelse
Likviditets forøgelse (quote size)
Fuldførelse

Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): “The Process of Achieving Best Execution”, s. 85.

⁸ Kilde: EAMA; Johanning, Lutz et al. (2002): “Best Execution from a German Perspective”, s. 89.

⁹ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): “The Process of Achieving Best Execution”, s. 84.

¹⁰ NBBO er national best bid and offer, der er den amerikanske udgave af, at prisen for aktien skal være inden for eller lige på spreadet, som er forskellen mellem købs- og salgskursen for den aktuelle handel.

Som det fremgår af ovenstående figur 3.1, er der adskillige faktorer under prisen, som har betydning for best execution blandt de forskellige markedsdeltagere. Derfor vil jeg nedenfor beskrive de forskellige markedsdeltagere, for herefter at vise hvordan forskellige faktorer påvirker best execution for de forskellige markedsdeltagere.

3.1.2 Best Execution eksempel

Et eksempel på best execution kan f.eks. se således ud: (baseret på Wayne Wagners eksempel)¹¹

Hanne ønsker at købe nogle få aktier til sin personlige portefølje. Derfor kontakter hun sin værdipapirhandler i investeringsselskabet InvestMe, som tager ordren og overfører den til InvestMe's aktie trading desk. Aktie traderen ser, at han har de pågældende aktier i sit katalog, og indvilliger dermed i at sælge aktierne til Hanne til den pris som selskabet har købt dem til plus traderens kommission. Indenfor fem minutter har Hanne fået et opkald om, at handlen er gennemført. Hanne er derfor tilfreds med prisen, og imponeret over at handlen er blevet gennemført så hurtigt og effektivt af hendes broker.¹²

Men fik Hanne Best execution?

Nej, det gjorde hun ikke. Hendes broker har ikke handlet i Hanne's bedste interesse. Han skulle have undersøgt, om der var andre dealere, der var villige til at sælge den pågældende aktie til Hanne til en bedre pris. Derfor har han misligholdt hans pligt i at få best execution til Hanne. For selvom prisen matchede markedspriserne, så siger forpligtigelsen, at markedet skal undersøges for den bedste pris. Hvis der havde været en bedre pris på markedet, så skulle traderen enten vælge den pris eller matche prisen, selvom det betød at han ville tabe spreadet mellem købs og salgsprisen. Selvom Hanne umiddelbart er tilfreds med handlen, ville best execution have betydet, at hendes handel kunne have været endnu bedre.

¹¹ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): "Achieving best execution in securities markets", s. 32.

¹² Se definition af broker i bilag 5.

3.2 *Markedsdeltagere/Investorgrupper*

Der er flere typer af markedsdeltagere, men denne kandidatafhandling vil primært have fokus på detail og institutionelle investorer. Se desuden bilag 5 for definition af broker og dealer.

Der er primært tre hoved markedsdeltagere på det finansielle marked:¹³

- *Klienter* (Investorer), der kan være mellemænd
- *Brokers*
- *Dealers*

Klienterne kan inddeles i følgende grupper:¹⁴

1. Private investorer (Detail)
2. Professionelle investorer. (Professionel)
3. Godkendte modparter.

Disse grupper vil blive forklaret i det følgende.

3.2.1 **Detail investorer**

I denne kandidatafhandling er detail investorer defineret, som alle der handler værdipapirer, men hvor det ikke sker som led i en forretning. Denne gruppe er underlagt mere beskyttelse i de forskellige regelsæt end de andre grupper, da erfaring viser, at de behøver dette mere end de andre grupper, grundet deres lægmand status. Sverige og England har især længe haft ry for at yde særlig beskyttelse til denne gruppe. England har længe ydet best execution af ordre til detail investorer, og i Sverige skulle små ordre afregnes indenfor spreadet, dvs. den kurs der afregnes til skal ligge indenfor eller på bedste bud- og udbudspris (til best execution) i det officielle svenske system.¹⁵

3.2.2 **Professionelle investorer**

Gruppe to består af de professionelle investorer som også kaldes for institutionelle investorer, såsom investeringsforeninger, pensionsfonde, banker og børsmæglere. De adskiller sig fra detail investorer, idet de institutionelle investorer har mulighed for at få adgang til officiel før-handelsinformation samt efter-handelsinformation.

¹³ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 28

¹⁴ Kilde: Täby, Mette (1995): "Børsreform og investor beskyttelse", s. 12.

¹⁵ Kilde: Täby, Mette (1995): "Børsreform og investor beskyttelse", s. 12.

Selvom de har adgang til denne information, er informationen sjældent fyldestgørende, da der nu er åbnet mulighed for, at der kan handles flere steder end før. Dette sker på de nye regulerede eller alternative markedspladser. Disse vil blive beskrevet i kapitel 4.

Den ikke fyldestgørende information er et eksempel på, at der mangler en form for gennemsigtighed på det finansielle marked for denne type af investorer. Det er netop en af de problematikker, som MiFID forbedrer ved regulering. Den manglende gennemsigtighed kan ødelægge likviditeten i markedet, og flytning til udlandet er derfor sket for en del af værdipapirhandlen. Her er England igen et eksempel på, at der har været tradition for gennemsigtighed.¹⁶

De institutionelle investorer er i løbet af de sidste 20 år begyndt at stille flere krav til best execution, og de tager derfor et større ansvar for deres teknologiske handelsbeslutninger, når der vælges handelsplads. De kræver en direkte adgang til markedet samt adgang til flere handelspladser verden over.¹⁷

3.2.3 Godkendte modparter

Denne gruppe består af investorer med en dobbeltrolle, dvs. dem der har adgang til mere information, og som har direkte adgang til markedet, såsom intern handel og handel over selskabers egenbeholdning. De godkendte modparter har som udgangspunkt ingen beskyttelse, og dem der kan blive klassificeret som godkendte modparter, er f.eks. alle finansielle virksomheder.¹⁸

3.3 *Investor beskyttelse*

Der er to elementer til beskyttelse af investorer, og de vedrører råd og udførelse. Det er kun udførelse, som MiFIDs best execution dækker over.¹⁹

De to elementer er:

- Vil erhvervelsen eller frigivelsen af dette aktiv forbedre porteføljen?
- Er der mulighed for at afskaffe eller skaffe dette aktiv på favorable – Best Execution-vilkår?

¹⁶ Kilde: Täby, Mette (1995): "Børsreform og investor beskyttelse", s. 12.

¹⁷ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): "Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues", s. 8.

¹⁸ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

¹⁹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 29.

Investorbeskyttelse afhænger af, at der er en balance mellem disse to elementer. Det betyder, at elementerne afhænger af, hvilken type værdipapir der er tale om, samt hvordan den individuelle karakteristiske portefølje ser ud. Betydningen for best execution vil blive mindre, jo længere investoren beholder aktivet, dette er især gældende for detail investorer, der oftest har en buy-hold²⁰ strategi.²¹

3.4 Investorens investeringsvalg

I en situation hvor en detail investor skal investere i værdipapir, er der to primære faktorer, der påvirker valget, nemlig det forventede afkast og risikoen.

Grunden til at disse to faktorer er vigtige, skyldes at investoren forventer, at de penge, der investeres, vil vokse. Det vil sige, at investoren forventer, at afkastet fra aktivet vil vokse i hendes investeringshorisont, så der opnås en højere nytte og dermed resultat. Der er ingen grund til at investere, hvis investoren vil tabe penge. Her spiller risikoen ind. For når en investor investerer i værdipapir, er der altid en risiko for at tabe penge. Derfor er risikoen vigtig, når investoren vælger, hvilke værdipapir der ønskes at investeres i. Der er i økonomisk tale tre forskellige investor typer med hensyn til risiko:

- Risikoaverse investorer.
- Risikoneutrale investorer samt
- Risikolover investorer

Teorien foreskriver, at det antages, at investor primært er risikoavers, hvilket vil sige, at hun er villig til at tage en risiko for at få en højere nytteværdi. Hvis hun ikke er risikoavers, kan risikoen sænkes ved at investere i obligationer, nærmere betegnet statsobligationer, da risikoen her stort set er lig nul. Så alt efter hvor meget risiko hun ønsker at tage, kommer værdipapirvalget ind, da jo større risiko hun er villig til at tage, jo større mulighed er der for en højere nytte, og dermed større udbytte. Enkelte investorer vil også være risikoneutrale, hvilket betyder, at de helst vil undgå risiko. Risikolover investorer vil søge efter risikofyldte investeringer.

²⁰ En buy-hold strategi er en langsigtet investeringsstrategi, hvilket vil sige, at du køber en aktie og beholder den i lang tid, for dermed at sælge den med et profit som resultat.

²¹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 29.

De parametre der har indflydelse på investeringsvalget er:²²

- Tidshorizonten på investeringen
- Investors alder
- Investors skattemæssige forhold
- Investeringsbeløbets størrelse
- Frie midler eller pensionsmidler.

3.5 *Agency Theory*

Det traditionelle agent-principal forhold er en investor (principal), der har aktier i en virksomhed, og her er det bestyrelsens (agentens) pligt at agere i aktionærernes bedste interesser og derved skabe en værdiforøgelse ved at få aktierne til at stige. Forholdet mellem investor og bestyrelsen kaldes for agency relationship.²³ Der kan f.eks. opstå problemer, når virksomheden er et stort selskab med mange aktionærer, da det stiller spørgsmålstegn ved, om bestyrelsen stadig varetager aktionærernes interesser, eller om bestyrelsen i stedet varetager deres egne interesser på bekostning af aktionærernes. Dette kaldes for et agency problem, dvs. når der er mulighed for interessekonflikter mellem parterne.

Der kan også opstå agency cost i forbindelse med et agent-principal forhold. F.eks. hvis ledelsen overvejer en ny investering og ønsker at tage den, da aktiekursen så får mulighed for at stige, men bestyrelsen sætter bremserne i, da investeringen er meget risikofyldt. Derfor, hvis bestyrelsen siger nej til investeringen, kan aktionærerne miste muligheden for en værdistigning, og dermed opstår der agency cost.²⁴

Best execution er agentens (værdipapirhandlerens) forpligtelse til at give deres kunder (principaler) en fair pris, men det er ikke nemt at få defineret den enkelte kundes best execution, da der er adskillige handelspladser samt handelsmetoder at vælge imellem.²⁵

Et agent-principal problem kan også opstå, i den situation hvor en detail investor betaler brokeren en kommission for en ønsket handel. F.eks. sælger de fleste brokere ofte detail investorens handel

²² Kilde: Fich, Ole (2001): "Direkte Investering eller investering gennem danske investeringsforeninger for private investorer", s. 12-13.

²³ Kilde: Ross, Stephen A. et al. (2003): "Fundamentals of Corporate Finance", s. 14.

²⁴ Kilde: Ross, Stephen A. et al. (2003): "Fundamentals of Corporate Finance", s. 14.

²⁵ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 344.

videre til en mellemmand mod en kontant betaling. Dermed kan brokerens incitament til at varetage detail investorens interesser være overtaget af en mulighed for en profit.²⁶

For at sikre at en investor opnår best execution skal følgende forudsætninger helst være opfyldt:²⁷

1. Investoren skal kunne agere rationelt.
2. Der skal være fuldkommen konkurrence til stede.
3. Det skal være fuldkommen information.

Hvis forudsætningerne er opfyldt, er det muligt for investoren at identificere værdipapirhandlerens handlinger, og dermed reagere hvis uoverensstemmelser skulle opstå, for derved at undgå moral hazard problemet.

3.5.1 Rationalitet

Rationalitet er investorens evne til at udtrykke og udvikle selvstændig tankevirksomhed, hvilket betyder, at de skal være i stand til at følge en logisk, systematisk og grundig tilgang til at træffe en beslutning for at beslutningen kan betegnes som rationel.

Følgende forudsætninger er nødvendige, for at investoren kan handle rationelt.²⁸

1. Problemet er klart og utvetydigt.
2. Der kan defineres ét endeligt mål.
3. Investoren har klare og vedblivende præferencer.
4. Investoren er bekendt med alle alternativer til en beslutning.
5. Udgangspunktet er at maksimere payoff.
6. Beslutningen er den bedste løsning for investoren.

Det er påvist, at investoren ikke er i stand til at handle rationelt, når der skal træffes en beslutning.

Hovedsageligt skyldes dette, at investoren ikke med sikkerhed kan forudsige de fremtidige indvirkninger på beslutningen, derfor er det kompliceret at identificere alle beslutningens alternativer. Investoren siges derfor kun at være i stand til at handle ”begrænset rationelt”.

Begrænset rationelt kommer også til udtryk i best execution, da investoren her antages at være begrænset rationel, da al information ikke er tilgængelig.

²⁶ Kilde: Battalio, Robert H. et al. (2008): “Does Payment For Order Flow To Your Broker Help Or Hurt You?”, s. 37.

²⁷ Kilde: Caspersen, Flemming (2008): “Investeringsforeninger & Gennemskuelighed”, s. 64

²⁸ Kilde: Caspersen, Flemming (2008): “Investeringsforeninger & Gennemskuelighed”, s. 64

3.5.2 Fuldkommen konkurrence

For at sikre at værdipapirhandlerne varetager kundernes interesser, er det nødvendigt, at der foreligger fuldkommen konkurrence på markederne. Dette betyder, at der skal ske en effektiv fordeling af de ressourcer, der er til rådighed. Dette ses sjældent i praksis. Hertil er ufuldkommen konkurrence en af mange faktorer, der påvirker konkurrencen på markedet. Ufuldkommen konkurrencen medfører omkostninger til forbrugeren i forbindelse med informationsøgning samt transaktionsomkostninger, agency cost, adverse selection og moral hazard, som vil blive behandlet nedenstående.

3.5.3 Information

Der er tre forskellige begreber forbundet med information, nemlig Fuldkommen information, Ufuldkommen information og Asymmetrisk information. Disse tre begreber vil beskrives nedenstående.

- *Fuldkommen information* er hvor principalen omkostningsfrit har adgang til fuld information om agentens handlinger, omkostninger og nyttefunktion. Det vil sige, at principalen da kan bestemme, hvilke valg agenten skal foretage sig for principalen for at opnå best execution.
- *Ufuldkommen information* er når der er adgang til fuld information, men her kan ikke alle principaler gøre brug af den tilgængelige information.
- *Asymmetrisk information* er når ikke al information er afspejlet i priserne på markedet, dvs. det er tilfældet, hvor den ene person har mere information end den anden som beslutningsgrundlag, hvilket f.eks. er kendetegnet ved insider handel. Asymmetrisk information kan observeres før og efter en handel. Dertil kommer begreberne Adverse selection (ex ante) og Moral Hazard (ex post), som vil blive behandlet nedenstående. For at minimere asymmetrisk information i relation til kapitalmarkederne har man regulering til at undgå de forskellige problematikker.

3.5.4 Moral Hazard og Adverse Selection

Moral Hazard er usikkerheden om, hvordan parterne vil agere efter at handlen er indgået (ex post). For moralsk set har den ene af parterne nu en forpligtelse til at agere i forhold til det aftalte. Det kan eksempelvis være efter, at der er aftalt, at en broker skal give best execution på nogle købte aktier,

men at brokieren i stedet har en aftale med en trader om, at hvis han køber aktierne via hans bank, så vil brokieren modtage en bonus, og traderen vil have opnået at have solgt mere. Men hvis brokieren havde købt aktierne andetsteds, kunne investoren have haft mulighed for at få en bedre pris for værdipapiret.

Når der snakkes om Moral Hazard, er det også vigtigt at nævne Adverse Selection, som handler om usikkerheden op til en handel (ex ante). Det kan f.eks. være en market makers²⁹ usikkerhed omkring at handle med en, som har mere information.³⁰ Denne usikkerhed kan dermed skabe ikke optimale (adverse) valg (selection), såsom hvis investoren kender personer i den virksomhed, der ønskes at investeres i, og investoren har modtaget informationer omkring, at aktien vil stige i løbet af kort tid, og derfor ønsker hun at købe aktien. Bid-ask spread³¹ er en metode til at afdække den risiko adverse selection kan medføre, se mere herom under kapitel 4.

3.6 *Best Execution og Investoren*

Best Execution kan ifølge Miroslav Budimir, Carsten Holtmann og Dirk Neumann blive analyseret ud fra to forskellige synspunkter, nemlig:³²

- 1) Fra investorens synspunkt: Hver investor har sit syn på best execution, afhængig af de forskellige markeds krav eller udførelses faktorer der er, såsom: pris, hastighed, markedsindflydelse osv. Relevansen af hver af disse faktorer er betinget af, hvad den individuelle investor kræver af det produkt, der skal handles.
- 2) Fra et markeds design synspunkt: Med dette menes der, at der bør tages hensyn til best execution indenfor markedsstrukturen.³³ Samt at i stedet for at definere best execution som en ordre rutine, så burde det hellere defineres som kundeorientation i et markeds design.³⁴ Det vil sige, i stedet for at definere Best Execution som et begreb bør det i stedet beskrives forskelligt alt efter det enkelte klientel, da best execution som før nævnt er bestemt af flere faktorer.

²⁹ Se definition på market maker i bilag 5.

³⁰ Kilde: Battalio, Robert H. et al. (2008): "Does Payment For Order Flow To Your Broker Help Or Hurt You?", s. 39.

³¹ Se definition på bid-ask spread i bilag 5.

³² Kilde: Budimir, Miroslav et al. (2002): "The Design of a Best Execution Market", s. 3.

³³ Kilde: Macey, Jonathan R. et al. (1997): "The Law and Economics of Best Execution", s. 220.

³⁴ Kilde: Budimir, Miroslav et al. (2002): "The Design of a Best Execution Market", s. 3.

3.6.1 Markedsstruktur

Miroslav Budimir, Carsten Holtmann og Dirk Neumann behandler tre forskellige markedsstrukturer³⁵:

- Statisk
- Fleksibel
- Dynamisk

Den statiske markedsstruktur er kendetegnet ved exogenous faktorer (faktorer, der kommer udefra), der bestemmer de strukturelle karakteristiske træk. Den fleksible markedsstruktur er kendetegnet ved endogenous faktorer (faktorer, der kommer indefra), der bestemmer de strukturelle karakteristiske træk.

I den statiske og fleksible markedsstruktur har investoren ingen betydning, når det handler om, hvordan markedsstrukturen påvirker forskellige transaktioner, som f.eks. handelsfrekvens og markedsgennemslagskraft.

Budimir et al. kommer med forslag til en ny type markedsstruktur "*The Dynamic market model*", hvor de forskellige deltagere selv kan vælge, hvilken markedsstruktur de vil benytte til en bestemt transaktion.

For at forstå den dynamiske markedsstruktur bedre kommer Budimir et al. med et eksempel på, at institutionelle investorer har andre behov end detail investorer, og securities dealers har andre krav end traders. Der kan dog opstå homogene krav alt afhængig af den specifikke situation. Det viser, at best execution er et uklart begreb, da hver person har forskellige krav.

Nedenstående skema viser de tre investorgrupper, og nogle af de faktorer der påvirker best execution:

³⁵ Et øgenavn for markedsstruktur er marked model.

forskellige markeder er ubetydelige faktorer. Dette kan skyldes, at for detail investoren er best execution det billigste alternativ. Det vil sige, at ordregennemførelsen skal være så billig som mulig, og derfor ønsker investoren at betale lav kommission til brokieren. Forskellige markedspladser har sandsynligvis ingen betydning, grundet at investoren har valgt at handle online, hvilket må være det billigste alternativ.

Derfor er det vigtigt, at hver investor vælger præcis den markedsstruktur, der passer bedst til dem. For det er den underliggende markedsstruktur, der bestemmer udfaldet af best execution.

3.6.2 Optimal markedsstruktur

Børserne bruger enten den statiske eller den fleksible markedsstruktur, da de henvender sig til en *gennemsnitlig investor*. Børserne kan nemlig ikke dække alle investorernes krav, og manglende fleksibilitet er derfor en af grundene til, at der er kommet så mange ECN's, der tilbyder niche transaktion service.

Derfor foreslår Budimir, Miroslav et al., at den *dynamiske market model* er løsningen. Behovet for en *dynamiske market model* er set på NYSE, der i 2000 begyndte at tilbyde en multiple-platform som markedsstruktur. Dette gjorde de for at kunne tilbyde deres kunder mere fleksibilitet, når det gælder om at opnå best execution i NYSE listede værdipapirer.

“Because best execution, when judged from the investors’ perspective, is not “one size fits all,” it is essential that the NYSE have a market structure that is flexible enough to provide the full range of “best executions” demanded by the full range of investors.”

Kilde: NYSE (2000): “Market Structure report of the New York Stock Exchange”, s. 14.

Den multiple-platform går ud på, at NYSE kan tilbyde deres kunder en skræddersyet markedsmodel, som er en sammensætning af de to gamle handelsmodeller, nemlig den automatiske og den floor-based handelsmodel. Den automatiske handelsmodel går ud på, at NYSE's kunder automatisk kan sætte deres ordre ind i det elektroniske system, der så udfører ordren for dem, hvor den floor-based handelsmodel, er den stående agent auktion, hvor hver broker har deres egen stand.³⁶ Den dynamiske markedsmodel giver dermed investorerne mulighed for at vælge præcis den handelsplatform, der passer til deres præferencer, og dermed deler den markedet i flere segmenter.

³⁶ Kilde: Budimir, Miroslav et al. (2002): “The Design of a Best Execution Market”, s. 7-8.

3.7 Delkonklusion

Som påvist i dette kapitel har best execution forskellig betydning for forskellige investorer. Det er især værd at bemærke, at detail investorerne vælger lav kommission som best execution faktorer frem for adgang til forskellige markeder, som de professionelle investorer hælder til. Desuden er best execution afhængig af, hvilken investeringsstrategi og markedsstruktur investoren vælger, samt investors risikoprofil, da der kan være mulighed for en højere nytte, hvis investoren er villig til at tage mere risiko. Værdipapirhandlere skal uafhængig af risikotype altid varetage sine kunders interesser bedst muligt, så principal-agent problemer undgås, og at der opnås best execution.

4 Regulering og udvikling

Der har i løbet af de sidste 22 år været en massiv udvikling på børsområdet, blandt andet har der været en betydelig internationalisering. Dette har betydet, at flere af EU's direktiver har skullet implementeres i de danske regler. Dette er sket efterhånden, som markedet har udviklet sig. Der er også kommet nye former for handelssystemer og markedspladser, hvilket har påvirket de europæiske markedsdeltagere. Blandt andet er fondsbørserne i dag kun en af flere former for regulerede markeder.

Dette afsnit omhandler ændringerne i de børsretlige reguleringer på det europæiske marked, herunder det danske og engelske marked, samt på det amerikanske marked, frem til i dag.

4.1 Introduktion til Børsretten

På kapitalmarkederne er børsernes hovedopgave at formidle kapital mellem udstederne (staten, realkreditinstitutter og erhvervsvirksomheder) og investorerne (professionelle og detail).

Udstederne ønsker ved denne sammenførelse at få dækket deres kapitalbehov ved udstedelse af børsnoterede aktier i deres virksomhed til investorerne. Investorerne ønsker at opnå den bedst mulige udførelse, for at opnå det størst mulige afkast af den investerede kapital ved køb og salg med værdipapirer. Børserne er kendetegnet ved at være infrastruktur, dvs. naturlige monopoler, som bliver billigere i takt med at gennemsnitsomkostningerne falder, jo større de er.³⁷

Værdipapirhandlen kan ske ved central opråbsnotering eller via elektroniske decentrale handelssystemer, der er suppleret med en række informationssystemer.³⁸

Sikringen af at der ikke sker ulovligheder med handlen af værdipapirer, sker ved at der føres et særligt tilsyn af markedet og dets aktører. Det primære tilsyn varetages i Danmark af Finanstilsynet.³⁹

4.1.1 Børsretten

Børsretten står for den samlede regulering på et reguleret marked eller i andre former for handelssystemer. Børsretten er delt ind i den materielle og formelle børsret.

³⁷ Kilde: Thygesen, Helle Søby (2007): "Børser – dinosaurer i meteorregn", s. 7.

³⁸ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 11.

³⁹ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 11.

Den samlede regulering omfatter omsætning og udstedelse af værdipapirer, og betegnes som den materielle børsret.

De vigtigste regler, der er i den materielle børsret, omhandler:⁴⁰

- Betingelser for notering af værdipapirer og prospektkrav
- Insiderhandel og kursmanipulation
- Udstedernes og andres oplysningsforpligtelser
- Overtagelsestilbud

Ligesom for den materielle børsret omhandler den formelle børsret også regler, og disse vedrører:

- Organisation
- Virksomhedsudøvelse mv.

Reglerne gælder for de virksomheder i markedet, der ikke er underlagt anden særlig regulering, samt dem hvor særlig tilsyn er gældende.⁴¹

Børsretten indgår som en del af den samlede regulering af kapitalmarkedet (kapitalmarkedsretten), som er den samlede regulering af det finansielle marked, samt som en del af værdipapirhandelsretten, både hvad angår den offentlige og privatretlige del.⁴²

4.2 Tiden op til den første Børsreform

Den danske børsretlige regulering indeholdt indtil 1980'erne stort set kun regler omhandlende, at der skulle føres tilsyn med den daværende selvejende institution Københavns Fondsbørs, samt regler for hvordan forholdene skulle være for Fondsbørsen organisation og funktion.⁴³

Der kom først en egentlig materiel børsretlig regeludvikling i slutningen af 1970'erne, og starten af 1980'erne, da samarbejdet med Det Europæiske Fællesskab førte direktiver og anden form for regulering med sig. Dette førte til, at Københavns Fondsbørs i 1979 vedtog det første sæt skriftlige

⁴⁰ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 12.

⁴¹ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 12.

⁴² Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 12-13.

⁴³ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 24-25.

børsetiske regler for, hvordan der skulle handles med børsnoterede værdipapirer, jf. lov nr. 524 af 27. december 1979 om Københavns Fondsbørs.⁴⁴

Lovgivningen blev også ændret i 1979 for, at markedsdeltagerne, i de følgende år, bedre kunne implementere EF's direktiver på børsmarkedet. Dette resulterede i implementeringen af betingelsesdirektivet (79/279/EØF), senere EF's børsprospektdirektiv (80/390/EØF) og halvårsrapportdirektivet (82/121/EØF).⁴⁵ De tre direktiver vil ikke blive behandlet nærmere, grundet at fokus ligger på MiFID, jf. afgrænsningen afsnit 2.4.

4.3 Børsreform I

Behovet for en reform af Københavns Fondsbørs opstod i midten af 1980'erne pga., at kapaciteten og handelsformen på Fondsbørsen ikke kunne bære den voksende omsætning af børsnoterede obligationer og aktier.⁴⁶

Den første Børsreform kom til i 1986/87. Formålet med en Børsreform var at gøre markedet mere gennemsigtigt og effektivt⁴⁷, og dette skulle gøres ved at samle de mange børsstjerne markeder, og få dem til at føre de noterede handler med værdipapirer tilbage over Fondsbørsen. Reguleringen blev baseret på de nedenstående grundprincipper:⁴⁸

1. Opgivelse af lovbasert monopolstilling.
2. Virksomhederne organiseres som aktieselskaber med krav om, at der stilles en minimumstartkapital.
3. Finanstilsynet fik tilladelse til at drive virksomhed.

Lovpakken blev vedtaget i 1986 og omfattede Fondsbørsloven, jf. lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs. Fondsbørsloven gav Københavns Fondsbørs eneret til at drive børsvirksomhed i Danmark. Dette havde betydning for værdipapircentralloven, jf.

lovbekendtgørelse nr. 21 af 16. januar 1990, som er ændret ved § 5 i lov nr. 250 af 25. april 1990, da værdipapircentralen ligeledes fik en monopolstilling som følge af, at der i loven stod, at danske

⁴⁴ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 25.

⁴⁵ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 25.

⁴⁶ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 25.

⁴⁷ Et effektivt marked er karakteriseret ved at have et stort antal klienter (eller brokers), et stort antal af dealers, tilgængelighed mellem klienter og dealers, ens adgang til al tilgængelig information på markedet og evnen til at forstå det samt lave handelsomkostninger.

⁴⁸ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 91.

obligationer og akter mv., der var noteret på Fondsbørsen, skulle omsættes og udstedes i værdipapircentralens registre.⁴⁹

Værdipapircentralloven trådte i kraft den 1. juli 1980, og den indeholdt regler om værdipapircentralens organisation.⁵⁰ Værdipapircentralen fik også flere arbejdsopgaver ved indførelsen af Børsreform I. Den skulle fremover også udstede og registrere investeringsforeningsandele og aktier ud over registrering og udstedelse af obligationer.

Garantifonden blev også en del af Børsreform I. Den blev oprettet i 1987 og havde til formål at garantere eller stå som eneste part i futures og optionskontrakter, samt stå for værdipapirenes clearing og afvikling af handler med disse.⁵¹

Fondsbørsloven blev senere ændret flere gange, hvilket betød, at den i 1991 også omfattede EF's direktiv om insiderhandel (89/592/EØF).

I forbindelse med Børsreform I blev det muligt for fondsbørsvekslererne at etablere børsmæglerselskaber under forudsætning af, at børsmæglerselskaberne havde fået tilladelse af Finanstilsynet til at bruge Fondsbørsen handelssystem. Dette betød, at fondsbørsvekslerernes eneret til at handle på Københavns Fondsbørs blev ophørt, og eneretten til at handle⁵² med værdipapir blev herefter givet til børsmæglerselskaber og kredit- og pengeinstitutter. Samtidig blev opråbsystemet på Fondsbørsen erstattet af det elektroniske handelssystem ELEKTRA, hvor de enkelte papirer løbende blev noteret.⁵³

Da Børsreform I trådte i kraft i 1986/87 etablerede en del pengeinstitutter og ejerne af 28 fondsbørsvekslererfirmaer børsmæglerselskaber. I løbet af 1987 var der 49 børsmæglerselskaber, men dette tal blev reduceret væsentligt de efterfølgende 5 år, eftersom flere børsmæglerselskaber og pengeinstitutter fusionerede, og nogle lukkede.⁵⁴

⁴⁹ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 26-27.

⁵⁰ Værdipapircentralen registrerer de dematerialiserede aktiver, som både kan være obligationer og aktier, og de forskellige rettigheder heri.

⁵¹ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 22-28.

⁵² At handle med værdipapir omhandler her at formidle, købe og sælge værdipapirer, der på Fondsbørsen var optaget til notering.

⁵³ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 22-28.

⁵⁴ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 22-23.

Da det europæiske (ISD) investerings servicedirektivet (93/22/EØF) kom til i 1993, fik kreditinstitutterne adgang til at handle direkte på fondsbørserne i EU, og lov om Københavns Fondsbørs var derfor nødsaget til at blive ændret, så pengeinstitutterne fra den 1. september 1993 også fik adgang til at handle direkte over handelssystemet på Fondsbørsen. I denne forbindelse blev børsrådgivningselskaberne reduceret endnu engang.⁵⁵

4.4 Børsreform II

Markedsforholdene havde ændret sig væsentligt siden Børsreform I kom til. Blandt andet blev værdipapirhandelen og værdipapirmarkederne internationaliseret, hvilket betød en skærpet konkurrence. Dette galt også for Fondsbørserne i Europa. Det var især de kontinentaleuropæiske Fondsbørser, der var udsat for konkurrence fra den Londonbaserede SEAQ International.⁵⁶ De ændrede markedsforhold, og den Europæiske Unions vedtagelse af ISD og (CAD) Kapitalkravs direktivet (93/6/EØF), var nogle af de væsentligste årsager til, at der var behov for en ny reform.⁵⁷ Dette resulterede i, at børsudvalget, som blev nedsat i sommeren 1993 af den daværende industriminister, fremsatte nye lovforslag som skulle danne rammen om en ny Børsreform, nemlig Børsreform II. Lovforslagene til Børsreform II blev afsluttet i 1995, og dermed var Børsreform II klar til at agere som ny regulering i 1996.⁵⁸

I forbindelse med Børsreform II skete der desuden en privatisering af Fondsbørsen, hvilket betød, at Fondsbørsen blev til et aktieselskab, og hed derefter Københavns Fondsbørs A/S. Samtidig med at Fondsbørsen blev privatiseret, blev den sammenlagt med FUTOP Clearings-centralen A/S den 1. januar 1997.⁵⁹

4.4.1 Værdipapirhandelsloven

Værdipapirhandelsloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 591 af 13. juli 1999 med de ændringer, der følger af lov nr. 283 af 26. april 2000 og lov nr. 295 af 2. maj 2000, var en af de nye love, der blev

⁵⁵ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 23.

⁵⁶ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 27-28.

⁵⁷ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 28.

⁵⁸ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 29.

⁵⁹ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 28-29.

vedtaget under Børsreform II. Det betød, at værdipapircentralloven og fondsbørsloven blev ophævet, og reglerne for disse med ændringer kom under Værdipapirhandelsloven.

De nye lovforslag i værdipapirhandelsloven omhandlede forslag til lov om fondsmæglerselskaber, lov om værdipapirhandel samt lovforslag til ændring af bank- og sparekasseloven. Disse lovforslag dannede rammen om en lovpakke, som gjorde det lettere at implementere EU's investeringservice- og kapitalkravsdirektiv, der var gældende fra den 1. januar 1996, og som dermed skabte en større internationalisering. Værdipapirhandelsloven blev ved denne lejlighed Børsreformens hovedlov, og dens rammer var derved gældende for handel med værdipapirer og værdipapirhandelslovens aktører, herunder blev værdipapirmarkedets aktører defineret og opdelt i tre grupper:⁶⁰

- Markedspladser (klienter).
- Institutioner med henblik på *clearing, afvikling og registrering* af handlen med værdipapirer (brokers).
- Formidlerne på værdipapirmarkedet (dealers).

Som det kan ses af ovenstående er værdipapirmarkedet aktører, de samme aktører, der gælder i dag, se evt. afsnit 3.2 herom.

4.4.1.1 Eneretten ændres

Værdipapirhandlernes (fondsmæglerselskaber, penge- og kreditinstitutter) eneret blev i forbindelse med ikrafttræden af lov om fondsmæglerselskaber den 1. januar 1996 udvidet til også at omhandle de fleste derivater og værdipapirer. Dette betød, at de virksomheder som formidlede eller handlede værdipapirer også skulle have tilladelse af Finanstilsynet, og dermed skete der en stigning fra 8 i 1996 til 35 i 1997 i antallet af børs- og fondsmæglerselskaber. Loven blev også ændret til, at de selskaber, som er blevet medlem af en Fondsbørs, havde eneret til at kalde sig børs-mæglerselskab. Dog skulle selskabet have en egenkapital på 1 mio. ecu og være tilsluttet en værdipapircentral, hvilket var i modsætning til andre fondsmæglerselskaber, som "kun" skulle have en egenkapital på 300.000 ecu.⁶¹

⁶⁰ Kilde: Clausen, Nis Jul (1995): "Børsreform II – Hovedpunkter i den fremtidige lovgivning", s. 5-11.

⁶¹ Kilde: Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): "Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000", s. 23-29.

4.4.2 Best execution under Børsreform II

Best execution var under Børsreform II at finde i Fondsbørsens Børsetiske regelsæt, jf.

Fondsbørsens Børsetiske regler, der trådte i kraft den 1. januar 1998, og reglerne er senest ændret den 23. september 2002.⁶² Reglerne galt dog kun værdipapirhandlere, der var medlem af Københavns Fondsbørs A/S.⁶³

Best execution blev senere også introduceret i lovgivningen via bekendtgørelse nr. 72 af 31.01.2003 om god værdipapirhandelsskik § 5, jf. figur 4.1, som krævede, at værdipapirhandleren, helt op til en måned efter den afsluttede handel, skulle bevise, at der var givet best execution til kunden.

Figur 4-1 Bekendtgørelse nr. 72 af 31.01.2003 om god værdipapirhandelsskik

§ 5. Værdipapirhandleren skal ved udførelse af modtagne ordrer sikre den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt bedste betingelser i øvrigt for sine kunder (>best execution<).

Stk. 2. Kundens forhold er afgørende for, hvad der i den konkrete situation er >best execution<. Værdipapirhandleren skal op til en måned efter handlens gennemførelse kunne dokumentere, at handlen ud fra en samlet vurdering på tidspunktet for dennes gennemførelse er blevet udført i overensstemmelse med principperne om >best execution<.

Kilde: Dall, Ulrik (2003): "Best Execution, igen, igen!", s. 10.

Reglerne var på daværende tidspunkt kun gældende for detail kunder, og de ligger sig meget op af de senere MiFID regler.⁶⁴

Desuden måtte værdipapirhandleren ikke give kunden en dårligere pris end de gældende spreads på markedet.⁶⁵

4.5 Børsreform III

Siden Børsreform II blev søsat i 1996, er der sket mange ændringer i reformen. Reformen har haft mange ændringer i Danmark såvel som i EU de seneste år indenfor reguleringen af børns- og kapitalmarkedet, som følge af EU kommissionens Finansielle Handlingsplan (FSAP) fra 1999.

I forbindelse med den finansielle handlingsplan blev EU's gennemsigtighedsdirektiv også implementeret, jf. Europaparlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF. EU's direktiv om markeder

⁶² Kilde: Københavns Fondsbørs (2002): "Børsetiske Regler".

⁶³ Kilde: Clausen, Nis Jul (1998): "Best Execution – nye regler fra Københavns Fondsbørs", s. 17-20.

⁶⁴ Kilde: Dall, Ulrik (2003): "Best Execution, igen, igen!", s. 10.

⁶⁵ Kilde: Konkurrencestyrelsen (2006): "Konkurrenceredegørelse 2006 - Baggrundspapir til kapitel 3 - Udviklingen i handel med aktier".

for finansielle instrumenter (MiFID), jf. Europaparlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF blev desuden også implementeret.⁶⁶

Fra 2004-2007 er reglerne i det danske regi blevet implementeret i lov om finansiell virksomhed og værdipapirhandelsloven (VPHL).⁶⁷

MiFID bliver ved denne lejlighed omtalt som den ny børsreform, da den har medført så omfattende ændringer i den danske børsretlige regulering. Dermed kan MiFID kaldes for Børsreform III.⁶⁸

Da MiFID er et direktiv for finansielle markeder i EU, og derfor er meget omfattende, har jeg valgt at ridse de vigtigste forhold i direktivet op, således at læseren bedre kan få et billede af det nye direktiv, og dermed se hvilken påvirkning det har på best execution i Danmark såvel som EU.

4.6 Direktivet MiFID

MiFID (Direktiv om markeder for finansielle instrumenter) er den vigtigste del af the Financial Services Action Plan (FSAP), der går ud på at etablere et harmoniseret og integreret europæisk marked for værdipapirhandlens produkter og services på tværs af de europæiske grænser.

MiFID blev introduceret i 2002 og er afløser til ISD fra 1993, der havde til formål at harmonisere de krav, som investeringsselskaber skulle opfylde for at opnå første tilladelse og drive virksomhed, herunder reglerne om god forretningsskik.⁶⁹

ISD var desuden hjørnестenen i reguleringen af regulerede markeder (RM) og investeringsselskaber, og ISD stod for forarbejdet til det europæiske pas. ISD havde nemlig autorisationen til at give de hjemmehørende autoriserede investeringsselskaber og banker lov til at drive virksomhed på andre europæiske markeder.⁷⁰

MiFID er et rammedirektiv (level 1 direktiv) jf. direktiv 2004/39/EC af 21. april 2004⁷¹, hvor kommissionen efterfølgende udfylder rammerne ud med implementeringsdirektiver (level 2), jf. direktiv 2006/73/EC af 10. august 2006.⁷²

⁶⁶ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 34.

⁶⁷ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 65.

⁶⁸ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Publikation - Finansiell stabilitet 2007", s. 110.

⁶⁹ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 28.

⁷⁰ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect 'Best Execution'?"

⁷¹ Kilde: CESR (2007): "Best Execution under MiFID", s. 15.

MiFID blev adopteret som et europæisk direktiv den 30. april 2004, og indeholdt på det tidspunkt 73 artikler, som var dobbelt af ISD⁷³. MiFID indeholdt krav til områder såsom best execution, organisatoriske krav og markedsgennemsigtighed.⁷⁴

De nye regler for MiFID blev integreret af markedsdeltagerne i 28 lande, de 25 medlemslande i EU samt Norge, Liechtenstein og Schweiz, den 1. november 2007, og dermed blev ISD afløst.⁷⁵

Hovedformålet med de nye regler for MiFID er at sikre ens regler for værdipapirhandel i EU, og derved bidrage til at skabe et indre værdipapirmarked i EU, samt skabe større konkurrence, et højt investorbekyttelsesniveau, større grænseoverskridende handel/integration, større markedsgennemsigtighed samt bryde med lovgivne monopoler, og derved fremme værdipapirhandel i EU. Det nye i MiFID er:⁷⁶

- Compliancefunktionen
- Systematisk Internalisering
- Investeringsrådgivningen (den bliver en selvstændig aktivitet)
- En klarere adskillelse af RM'er
- Tilsyn (markedsovervågning overgår til myndighederne)
- En ophævelse af børspligt
- Skærpede regler for investeringsanbefalinger
- Nye markedsformer

De personer som vil blive påvirket af det nye regelsæt er børsrådgivningsvirksomhed, corporate finance aktiviteter, porteføljemanagement, samt investeringsbank-aktiviteter. Lov om finansiel virksomhed og værdipapirhandelsloven vil også blive berørt af regelsættet.

MiFID kan inddeles i følgende hovedkategorier.⁷⁷

⁷² Kilde: Konkurrencestyrelsen (2006): "Konkurrenceredegørelse 2006 - Baggrundspapir til kapitel 3 - Udviklingen i handel med aktier".

⁷³ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect 'Best Execution'?"

⁷⁴ Kilde: Gomber, Peter et al. (2007): "A new basic law for securities trading in Europe".

⁷⁵ Kilde: Karande, Dr. Kiran (2007): "MiFID Best Execution Benchmark", s. 2.

⁷⁶ Kilde: Finansrådet (2007): "Presseseminar-MiFID", slide 7.

⁷⁷ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID-et overblik".

- Investorbeskyttelsesregimet
- Nye markedsformer
- Markedsgennemsigtighed og rapportering
- Organisatoriske krav
- Det europæiske pas for grænseoverskridende aktiviteter

De ovenstående hovedkategorier vil blive behandlet nedenstående.

4.6.1 Investorbeskyttelsesregimet

Investorbeskyttelsesregimet består af regler vedrørende kundeinformation, investeringsrådgivning og best execution.⁷⁸ Disse vil blive behandlet i det følgende.

4.6.1.1 Kundeinformation

Ved kundeinformation forstås, at værdipapirhandleren skal give kunden en række informationer. Det gælder information om værdipapirhandlerens virksomhed og organisation, om forskellige typer værdipapir, heri art og risici samt diverse værdipapirhandelspolitikker. Desuden skal værdipapirhandleren kategorisere sine kunder i følgende kategorier: professionelle kunder, detailkunder og godkendte modparter, jf. 3.2. Investorbeskyttelse af de førnævnte kundegrupper sker i grader, hvor der er den højeste investorbeskyttelse for detailkunder.⁷⁹

4.6.1.2 Investeringsrådgivning

Investeringsrådgivning vil fremover alene omfatte de situationer, hvor der gives en personlig anbefaling om handel i et specifikt papir (de førhen god skik-regler, da bekendtgørelse nr. 72 31/01/2003 om god værdipapirhandelsskik blev ophævet den 1. november 2007, og bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer nr. 213 af 5. marts 2007 trådte i kraft i stedet for).⁸⁰

⁷⁸ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID-et overblik".

⁷⁹ Kilde: Finansrådet (2007): "Rådgivning efter MiFID".

⁸⁰ Kilde: Bekendtgørelse nr. 213 5/3/2007.

Der skal nu ligge en egnethedsvurdering til baggrund, når der sker investeringsrådgivning, som præcis passer til kunden. Det er kun virksomheder, der har fået tilladelse fra Finanstilsynet, der må yde investeringsrådgivning på et professionelt plan.⁸¹

Desuden kan ”Execution only” (rene gennemførelsestransaktioner) nu ske uden, at der ligger en egnethedsvurdering, investeringsrådgivning eller hensigtsmæssighedsvurdering til grundlag, men dette kan kun ske i ikke-komplekse værdipapirer, som f.eks. strukturerede produkter.

Hensigtsmæssighedsvurderingen indebærer, at værdipapirhandleren skal foretage et skøn af investeringen uden rådgivning, og kun advare kunden, hvis det er nødvendigt, men investoren skal under alle omstændigheder gennemføre handlen på kundens befaling.⁸²

4.6.1.3 Best execution

MiFID’s definition af best execution er, at best execution er de regler, der vedrører, hvordan værdipapirhandleren skal gennemføre kundens ordre. Best execution går ud på, at udførelsen for hver værdipapirtype skal ske på de handelssteder, der giver det bedste resultat for netop det bestemte værdipapir, og værdipapirhandleren skal træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det bedst mulige resultat. Dette resulterer i, at prisen kan afvige fra f.eks. Nasdaq OMX, da børsernes monopol, som før nævnt, er blevet ophævet.

Den overordnede bestemmelse er, at værdipapirhandleren, afhængig af omstændighederne, ved udførelse af kundeordrer skal sikre de bedste betingelser for kunden, jf. artikel 21, niveau 1 i MiFID. De faktorer som indgår i udførelsen af kundeordren er ordretyper, hastighed, pris, omkostninger, ordrestørrelser, sandsynlighed for ordrens gennemførelse samt andre relevante forhold, jf. figur 3.2.

I level 2 artikel 44, 45 og 46 blev best execution kravene dog mere specificeret, og der blev i artikel 45 (4) refereret til kravene i level 1 artikel 21, jf. nedenstående citat.

Article 45

4. Investment firms shall take all reasonable steps to obtain the best possible result for their clients taking into account the factors referred to in Article 21(1) of Directive 2004/39/EC. The relative importance of these factors shall be determined by reference to the criteria set out in Article 44(1) and, for retail clients, to the requirement under Article 44(3).

⁸¹ Kilde: KPMG (2007): “Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007”.

⁸² Kilde: Finansrådet (2007): “Rådgivning efter MiFID”, s. 1-5.

Kilde: Eur.Lex; Official Journal of the European Union (2006): "COMMISSION DIRECTIVE 2006/73/EC of 10 August 2006", s. 241/54-55.

Der skal desuden ske en regelmæssig vurdering af udførelsespolitikken hos de forskellige handelspladser, hvorved kunden skal informeres efterfølgende om best execution politikken. Der skal ligeledes føres tilsyn og være en regelmæssig vurdering af effektiviteten af de anvendte handelspladser, da udførelsespolitikken skal anvendes ved hver ordre.⁸³

MiFID medfører desuden, at værdipapirhandleren skal overholde specifikke informationskrav overfor detail kunder. Det kan f.eks. være angående markedsføringsmateriale.

Markedsføringsmaterialet skal være tydeligt og må ikke være vildledende. Det skal desuden stemme overens med de informationer, som kunden får fra værdipapirhandleren i forbindelse med en værdipapirhandel.⁸⁴ De skal endvidere være i overensstemmelse med god markedsføringsskik, jf. markedsføringsloven.

4.6.2 Nye Handelspladser og markedsformer

I henhold til de nye reguleringer i MiFID er der kommet nye markedsformer til, nemlig de såkaldte Multilateral Handels Faciliteter (MHF'er)⁸⁵, hvor købere og sælgere af værdipapirer bringes sammen. Derfor kan en MHF være nøjagtigt som et RM. Dog kendetegner en MHF'er sig ved, at de ikke har mange krav til oplysningsforpligtelser samt til drift og tilladelse af at drive en MHF, hvilket er tilfældet på et RM.⁸⁶ RM'er kan dog få tilladelse til at drive en MHF.⁸⁷

Formålet med MHF er at sikre, at der er harmoniserede regler, når investoren handler med børsnoterede og ikke børsnoterede værdipapirer på en handelsplads. Det vil sige, at begge typer af værdipapirer handles på en MHF, hvorimod der kun kan handles med noterede værdipapir på en RM.⁸⁸ Offentliggørelsen af handler på en MHF kan foregå enten via eget system, via et RM (f.eks. Nasdaq OMX) eller via tredjemand, som f.eks. Bloomberg eller Reuters.⁸⁹ Desuden har formålet

⁸³ Kilde: Finansrådet (2007): "Presseseminar – MiFID", slide 22.

⁸⁴ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

⁸⁵ MHF'er har mange navne, de er også benævnt som multilaterale handelssystemer samt på engelsk; Multilateral Trading Funds og Multilateral Trading Facility (MTF).

⁸⁶ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

⁸⁷ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID - et overblik", s. 3

⁸⁸ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

⁸⁹ Kilde: Finansrådet (2007): "Overvågning og markeds gennemsigthed i MiFID", s. 2-3.

været, at samle de investorer der handlede uden for et RM pga. de høje adgangskrav og omkostninger, for derved at skabe bedre konkurrence mellem handelspladserne.⁹⁰

Kreditinstitutter, investeringsselskaber, og operatører af RM'er kan drive en MHF, dvs. drive en MHF er en investeringsserviceaktivitet. Det betyder, at der for selskaber, der driver en MHF, allerede er et europæisk pas, hvilket ikke er tilfældet, hvis man driver et RM.⁹¹

MHF'er kan desuden heller ikke børsnotere nye virksomheder i modsætning til RM'er. Et eksempel på en udenlandsk MHF-plattform er Smart Pool, der handler europæiske aktier, og den er etableret i fællesskab af BNP Paribas, HSBC og MYSE/Euronext. Smart Pool giver dens kunder mulighed for at handle anonymt i modsætning til RM'er, og oplysninger om handlen vil først blive offentliggjort efter handlen er afsluttet som fastsat i MIFID, og derved kan kunderne gå uden om gennemsigtighedsbegrebet.⁹²

En anden berømt udenlandsk MHF-plattform er ECNs, som er et elektronisk computersystem. Ligeledes er der ATS, der er USA's svar på en alternativ handelsplads, hvor deltagerne, uden at være medlem af en Fondsbørs, kan handle børsnoterede værdipapirer med hinanden.⁹³

De fleste RM'er i Europa anvender et elektronisk handelssystem baseret på central limit ordre bog (CLOB) modellen.⁹⁴ CLOB modellen går ud på, at brugere anonymt sender bids og offers ind i en central ordre bog, typisk til en mængde eller limit pris. Dermed kan andre brugere af den centrale ordre bog give bud på bids og offers, som de ønsker at acceptere.⁹⁵ Det er nemlig vigtigt for investorer, at de har mulighed for at handle anonymt, da en fuldstændig gennemsigtighed af ordre strømmen og efter handels priser kan reducere opportunity cost og markedsindflydelsen.⁹⁶

Efter introduktionen af MHF'er består markedsformerne i Europa nu af:⁹⁷

- Regulerede markeder (RM) (f.eks. Fondsbørsen eller en autoriserede markedsplads, ex. Dansk AMP)⁹⁸

⁹⁰ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

⁹¹ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

⁹² Kilde: Europaparlamentet (2008): "Parlamentariske forespørgsler og spørgsmål – Skriftlig forespørgsel af Mario Borghezio (UEN) til Kommissionen – Om: Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (2004/39/EF), SmartPool-Plattform og gennemsigtighed på de finansielle markeder".

⁹³ Kilde: Kirby, Anthony (2006): "What will 'Best Execution' mean in practice – MiFID Update", s. 46.

⁹⁴ Kilde: EAMA; Collier, Nick (2002): "Achieving best execution in "fragmented" European markets", s. 28-29.

⁹⁵ Kilde: EAMA; Collier, Nick (2002): "Achieving best execution in "fragmented" European markets", s. 29.

⁹⁶ Kilde: EAMA; Collier, Nick (2002): "Achieving best execution in "fragmented" European markets", s. 29.

⁹⁷ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 87.

- MHF'er (kan være en alternativ markedsplads, f.eks. First North)
- Systematisk internalisering (SI'er)/ Et OTC marked

SI'er (Systematisk Internalisering) er endnu et nyt begreb under MiFID. SI'er går ind under et Over-The-Counter (OTC) marked, der er handelspladser, der ikke hører under RM'er eller MHF'er, og hvor kendetegnet er, at der er begrænset før-handels information tilgængelig i modsætning til RM'er.⁹⁹ I Danmark er SI'er, hvad der førhen svarede til en strakshandel.¹⁰⁰

SI'er er værdipapirhandlere, der på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag gennemfører transaktioner af kundeordre i likvide aktier mod egenbeholdning, og dette sker uden om RM'er og MHF'er.¹⁰¹ Et eksempel på en dansk SI'er kan være bankernes strakshandelsordninger, hvor værdipapirhandleren tilbyder kunden at udføre transaktionen straks. Dette gøres ved, at værdipapirhandleren selv er modpart i kundens transaktion i stedet for, at ordren bliver lagt ud på et RM,¹⁰² som eksemplet i afsnit 3.1.2.

Andre værdipapirhandlere, der er blevet SI'er, er investeringsselskaberne *ABN AMRO*, *BNP Paribas*, *UBS*, *Goldman Sachs*, *Citi*, *Deutsche Bank* og *Credit Suisse*.¹⁰³

Kun aktier, der i den forstand anses for likvide¹⁰⁴, omfattes af kravene til systematisk internalisering.

Dansk Aktionærforening finder i almindelighed, at systematisk internalisering er en autoriseret omgåelse af det marked for værdipapirer, hvor alle deltagere i princippet har lige vilkår. Dansk Aktionærforening er derfor modstander af internalisering, og de foreslåede regler må ses som et absolut minimum af beskyttelse for markedet og de mindre investorer.¹⁰⁵ Reglerne for SI'er er, at

⁹⁸ I Danmark er begrebet RM blevet implementeret til også at indeholde autoriserede markedspladser, derfor vil autoriserede markedspladser i denne kandidatafhandling høre under RM definitionen.

⁹⁹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 7.

¹⁰⁰ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

¹⁰¹ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

¹⁰² Kilde: Folketinget (2006): "Grundnotat til Folketingets Europaudvalg".

¹⁰³ Kilde: Markit.com (2008): "Systematic Internalisers".

¹⁰⁴ Se definitionen af et likvidt marked i bilag 2.

¹⁰⁵ Kilde: Folketinget (2006): "Forslag til Kommissionens forordning til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende registreringskrav for værdipapirhandlere, indberetning af handler, markedsgennemsigtighed, værdipapirers optagelse til handel samt definition af begreber til brug for direktivet og forslag til Kommissionens direktiv til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende organisatoriske krav til og bestemmelser om værdipapirhandlers vilkår for drift samt definition af begreber til brug for direktivet".

kurserne gælder op til Standard Market Size, og at Standard Market Size er afhængig af transaktionsstørrelse, samt at offentliggørelsen sker på rimelige, kommercielle vilkår.¹⁰⁶

SI'er skal desuden også overholde best execution kravene, selvom handlen f.eks. foregår som en strakshandel.¹⁰⁷ SI'er skal også overholde kravene vedrørende gennemsigtighed i prisstillelsen og informationer samt håndtering af interessekonflikter, der kan opstå imellem f.eks. bank og investor.¹⁰⁸ Det er ligeledes værd at bemærke, at ved en SI handel, bliver SI'erne selv handelspladsen.

Formålet med den klare adskillelse af markedsformerne er, at der kommer en klar afgrænsning af de forskellige handelsinformationer. Det skal skabe en bedre gennemsigtighed på værdipapirmarkedene, så der sker en bedre overvågning af kursmanipulation og insiderhandel, så reglerne ikke bliver brudt.¹⁰⁹

4.6.3 Markedsgennemsigtighed og rapportering

Markedsgennemsigtighed er et centralt område i MiFID, da det er et af grundelementerne for et indre værdipapirmarked.¹¹⁰

Markedsgennemsigtighed bliver efter de nye regler nu opdelt i to hovedkategorier:

- Før handelsgennemsigtighed og
- Efter handelsgennemsigtighed.

Før handelsgennemsigtighed er den information, der er tilgængelig i markedet om de forskellige handelsmuligheder. Det er først ved MiFID, at der i den danske lovgivning kommer regler herom, ellers var reglerne før at finde i børsernes egne regelsæt.¹¹¹

Før handelsgennemsigtighed indebærer, at MHF'er og RM'er offentligt skal redegøre for de handelspriser, der bliver stillet til rådighed. Således at det er muligt for kunderne at vide, om de

¹⁰⁶ Kilde: Finansrådet (2007): "Presseseminar – MiFID", slide 34.

¹⁰⁷ Kilde: Konkurrencestyrelsen (2006): "Konkurrenceredegørelse 2006 - Baggrundspapir til kapitel 3 - Udviklingen i handel med aktier".

¹⁰⁸ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

¹⁰⁹ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal", s. 88.

¹¹⁰ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID – Et overblik", s. 4.

¹¹¹ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID – Et overblik", s. 4.

priser, de får stillet, er markedsrigtige priser. SI'er har desuden nu også pligt til at offentliggøre de bindende priser i aktierne.¹¹²

For aktier er oplysningsforpligtelsen:¹¹³

- Fem bedste bud/udbud inden for hver aktie + dybde
- Undtagelser for visse ordretyper (herunder delvist skjulte ordrer – iceberg-ordrer).

Efter handelsgennemsigtighed indebærer, at værdipapirhandlere og RM'er offentligt skal fortælle om alle indgåede handler. Børserne har ikke længere monopol med hensyn til oplysninger om indberettede handler, således at de ikke længere har eneret til at modtage og offentliggøre information. Reglerne skærper også markedsovervågning, da rapporteringen af gennemførte handler er blevet ændret, og derfor skal rapporteringen fremover ske til Finanstilsynet.¹¹⁴

Selvom gennemsigtighedsreglerne som udgangspunkt kun gælder for aktier, der er noteret på et RM, så skal en MHF ligeledes offentliggøre før og efter handelsinformation "på rimelige forretningsmæssige vilkår". Det er dog op til markederne selv at bestemme, hvor meget information de ønsker at dele, da det er dem, der ejer informationen, og dermed selv bestemmer, hvem de vil sælge til.¹¹⁵

4.6.4 Organisatoriske krav

De organisatoriske krav går ud på, at MiFID nu har lavet nogle foranstaltninger mod interessekonflikter, dokumentationskrav for udførte ydelser og transaktioner samt fastsat nogle generelle krav til struktureringen af de forskellige værdipapirhandlers organisation. Dette er sket for at sikre investoren de bedste mulige forhold.¹¹⁶

Der skal under struktureringen af organisationen etableres en compliancefunktion, som er et ledelsesværktøj. Compliancefunktionen skal give et tydeligt billede af omfanget af den udøvende organisation, compliance-risici samt organisationens størrelse. Compliancefunktionen skal have en compliance officer, der er ansvarlig for at overvåge og løbende vurdere politikker og procedurer,

¹¹² Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID – Et overblik", s. 4.

¹¹³ Kilde: Finansrådet (2007): "Overvågning og markedsgennemsigtighed i MiFID", s. 3.

¹¹⁴ Kilde: Finansrådet (2007): "MiFID – Et overblik", s. 4.

¹¹⁵ Kilde: Danmarks nationalbank (2007): "Kvartaloversigt, 2007 1 kvartal", s. 89.

¹¹⁶ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

samt have ekspertise, tilstrækkelige ressourcer og autoritet. Compliancefunktionen skal fungere uafhængigt af organisationen samt kunne assistere og rådgive personer med ansvar for investeringsservice. Compliancefunktionen skal regelmæssigt skriftligt rapportere til direktionen og bestyrelsen.¹¹⁷

Interessekonflikter reglerne i MiFID svarer næsten til de regler, der gælder om interessekonflikter i lov om finansiel virksomhed. Det nye er, at der skal laves en udførelsespolitik, hvori en politik om interessekonflikter skal indgå. Politikken skal indeholde identifikation, forebyggelse og håndtering af interessekonflikter, der kan opstå mellem værdipapirhandler og kunden. Kunden skal også altid informeres, hvis der er en interessekonflikt, som kan skade kundens interesser.¹¹⁸

Ligeledes skal værdipapirhandleren dokumentere udførte transaktioner og ydelser, hvilket indebærer, at dokumentationen skal opbevares i 5 år. Finanstilsynet står for kontrollen af, at kravene er opfyldt.¹¹⁹

4.6.5 Det europæiske pas for grænseoverskridende aktiviteter

Værdipapirhandlere kan nu skabe filialer i andre EU-lande og handle derfra, hvis værdipapirhandleren får en myndighedsgodkendelse fra det hjemmehørende land. Det europæiske pas er en udvidelse, da det tidligere europæiske pas under ISD var implementeret meget forskelligt alt efter, hvilket medlemsland der var tale om.

Som ovenstående MiFID afsnit viser, så får regler og kravene i MiFID stor indflydelse på de finansielle virksomheders forretning fremover.

4.7 Globale forskelle

Børs- og kapitalmarkedsretten er et retsområde, der på europæisk plan er relativt nyt.

¹¹⁷ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

¹¹⁸ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

¹¹⁹ Kilde: KPMG (2007): "Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007".

De første udstedelser af europæiske regler kom til i starten af 1970'erne, men er nu nogle af de stærkeste regler efter, at reguleringen af det finansielle marked er kommet til.¹²⁰

USA har haft en lang tradition for at have en meget velfungerende og omfattende regulering, hvad angår regulering af de finansielle virksomheder og handel med værdipapirer. Regulering af det finansielle marked i USA vedrører primært securities law eller securities regulation, der er velarbejdet og selvstændige retsområder. De vigtigste love i reguleringen kom til efter børskrakket i 1929, da de ikke ønskede at opleve flere Enron skandaler. De vigtigste love er The Securities Exchange Act fra 1934 og The Securities Act fra 1933. Handel med værdipapirer blev endnu mere beskyttet efter, at Sarbannes-Oxley Act kom til i 2002, der indeholdt investorbekyttelsesregler.¹²¹

Eftersom MiFID er et europæisk regelsæt, er de europæiske lande forpligtede til at følge reglementet. England har undtagelsesvis valgt at implementere dette i deres eget regelsæt, se afsnit 4.8.2. USA har været underlagt best execution i mange år, men begrebet er stadig mangfoldigt. Det næste afsnit skal derfor gøre rede for de globale forskelle, så læseren bliver opmærksom på dette.

I forbindelse med Børsreform III adskiller Danmark sig fra resten af EU, da de ikke har nedsat et børsudvalg, som de gjorde i forbindelse med Børsreform II, og dermed komme med forslag til hvordan MiFID skulle implementeres i den danske lovgivning. Det har betydet, at der mangler forklarende bemærkninger ved tvivlsspørgsmål på, hvordan reguleringen skal anvendes. Derfor er der stadig forskellige definitioner af best execution, hvilket også kan ses ud fra figur 3.2.

4.8 MiFID kontra RegNMS og FSA

I dette afsnit beskrives forskelle og ligheder i de to landes direktiver om markeder i finansielle instrumenter.

¹²⁰ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 13-14.

¹²¹ Kilde: Andersen, Paul Krüger et al. (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", s. 14.

4.8.1 SEC

The Securities and Exchange Commission's (SEC) er den føderale tilsynsmyndighed på det amerikanske marked, og eftersom USA har det største værdipapirmarked på verdensplan¹²² og siges at være trendsættere, så efterligner de øvrige aktiemarkeder SECs initiativer, især hvad angår best execution og regulering af de nye markedsformer.¹²³

I USA blev det første alternative handelssystem (ATS) dannet i 1969, og SEC har gennem de seneste 39 år stået for reguleringen heraf. I 1998 vedtog SEC et nyt regelsæt for reguleringen af ATS "Regulation ATS", og siden er der kommet mere end 40 ATS til i USA.¹²⁴

SEC har bevist valgt ikke at udarbejde en specifik definition af best execution, da de frygter det vil skabe en standard, som udbydere af best execution vil kunne gemme sig bag. Desuden er grunden til den ikke klare linje, at de også ser best execution som multidimensional.¹²⁵ Dog fastslår SEC, at det er værdipapirhandlerens pligt at søge efter best execution, og at best execution opnås som en del af en proces.¹²⁶

Der blev i 1996 indført føderale lovregler, der havde til formål at begrænse staternes regulering af værdipapirhandlen. På denne baggrund blev international handel via Internettet og handel via ATS underlagt SECs kompetence.¹²⁷ Værdipapirhandlen er derfor på det amerikanske marked underlagt de føderale lovregler, samt de lovregler der gælder i hver enkelt stat. Staternes værdipapirhandelslove kaldes for "Blue Sky laws"¹²⁸, og de kan variere fra stat til stat. SECs opgave er her at føre tilsyn over de føderale love.¹²⁹

¹²² "SEC anfører tre grunde, som er særligt medvirkende til, at værdipapirmarkedet i USA er det største i verden: *Dels* er markederne fri for svig og manipulation. *Dels* har værdipapirhandelslovene givet lige konkurrencevilkår mellem markedsdeltagerne, således at disse trives. *Og dels* har SEC tilskyndet til anvendelse af teknologi og udviklingen af nye innovative handelsformer." (Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 179)

¹²³ Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 176-177.

¹²⁴ Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 177.

¹²⁵ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 348.

¹²⁶ Kilde: EAMA; Hughes, Philippa P.B. (2002): "What Is Best Execution? A Primer For Satisfying the Investment Adviser's Fiduciary Duty Under U.S. Securities Regulation", s. 81.

¹²⁷ Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 178.

¹²⁸ Blue Sky laws formål er at sikre investorer mod udstedere, som ville sælge værdipapirer, der ikke havde mere værdi "end et vist antal meter af den blå himmel (Blue Sky)".

¹²⁹ Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 178.

4.8.1.1 RegNMS

Et regulativ ens med MiFID er lavet i USA på vegne af SEC. Regulativet RegNMS (Regulation National Market System) er en serie af initiativer, der skal forbedre og modernisere vedtægterne fra den originale Securities and Exchange Act fra 1934 (the Exchange Act), som er den centrale værdipapirhandelslov i USA.¹³⁰ The Exchange Acts er en rammelov, hvis formål er at regulere handlen på det sekundære marked, og grundlaget for the Exchange Act er:

”At oprette the Securities and Exchange Commission (SEC), at regulere børser og OTC markeder, at hindre svig og manipulation på markederne, og at sikre investorernes adgang til pålidelige informationer om værdipapirerne, der handles på markederne.”

Kilde: Holdt, Helen (1999): ”Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder”, s. 179.

For at fremme konkurrencen mellem børserne og Nasdaq OMX på det amerikanske marked vedtog kongressen derfor i 1975, at SEC skulle arbejde aktivt for at etablere ’the national market system’. ’The national market system’ skal sikre, at priserne fra de enkelte markeder – børserne samt Nasdaq OMX – konkurrerer således, at investorer opnår bedre priser på markederne. Derved er ’best execution’ et nøglebegreb i konceptet ’the national market system’.¹³¹

Hovedformålet med RegNMS er at regulere værdipapirmarkedet i USA. Dette skal ske gennem:

- Investorbeskyttelse
- Et redeligt og ordentligt marked, der sikrer handelseffektivitet og markedsintegritet.
- Fremme nyudviklinger og innovationer på markedet
- Målene bag ”the national market system”

Reglerne vedrører order handling rules, decimalization, Reg ATS samt de regulative krav der skal sikre, at brokers afslører udførelses kvaliteten og order routing practices.¹³²

4.8.1.2 Best execution i USA

Udviklingen af best execution i USA startede med offentliggørelse af information i 1983, der skabte større konkurrence til NYSE, og dermed mere gennemsigtighed til detail investorerne.¹³³

¹³⁰ Kilde: Holdt, Helen (1999): ”Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder”, s. 179.

¹³¹ Kilde: Holdt, Helen (1999): ”Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder”, s. 180.

¹³² Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): ”The Process of Achieving Best Execution”, s. 84.

I 1997 begyndte NYSE at give quotes i en sekstende del (1/16), hvor det før 1997 kun var muligt for market makers at give quotes i en ottende del (1/8). Fra den 29. januar 2001 blev quotes opgivet i decimaler (f.eks. pennies).¹³⁴

Best execution, som begreb, kom til i USA i 1975, efter kongressen vedtog the Exchange Act. Best execution havde her til formål at være *an equity markets objective*, der gik ud på at udføre ordre til den bedst mulige pris med minimum påvirkning fra market maker og market dealere.¹³⁵ Robert A. Schwartz m.f. kom med dette forslag til, hvordan best execution skal forstås, nemlig at best execution betyder, at der skal følges en bestemt strategi, der så vil give investoren det bedst mulige resultat, hvilket også er konklusionen fra kapitel 2.¹³⁶

En af de største forskelle på RegNMS og MiFID er, at det i USA er handelspladsens ansvar at videresende ordren, hvis best execution ikke kan blive opfyldt, hvor det i Europa er investeringsselskabets opgave.¹³⁷

Udviklingen af best execution har Chartered Financial Analyst (CFA) Institute¹³⁸ været en del af. I 2000 etablerede CFA Institute en Blue Ribbon Task Force, som skulle sætte standarder for best execution. De kom i 2002 med meget detaljerede regler for best execution *Trade Management guidelines*, hvor best execution blev defineret som et investeringsmål i stedet for best execution som en funktion af lavest mulige omkostninger.¹³⁹ CFA Institute spiller til stadighed en vigtig rolle for udviklingen af best execution.¹⁴⁰ Retningslinjerne skulle være brede og fleksible nok til at tilpasse den enkelte investeringsselskabs retningslinjer.¹⁴¹

MiFID har tilskyndet udviklingen af MHF'er i Europa, hvilket har været under opsejling i USA siden år 2000, eftersom flere ATS, som f.eks. ECNs begyndte at se overfladen. Dette har betydet, at investeringsselskaberne nu skal linke sig til flere markedspladser, da teknologisk udvikling er den eneste måde, de kan overleve et konkurrerende marked på.¹⁴²

¹³³ Kilde: Battalio, Robert H. et al. (2008): "Does Payment For Order Flow To Your Broker Help Or Hurt You?", s. 37.

¹³⁴ Kilde: Battalio, Robert H. et al. (2008): "Does Payment For Order Flow To Your Broker Help Or Hurt You?", s. 38.

¹³⁵ Kilde: Schwartz, Robert A. (2008): "Getting best execution – Some Lessons from Simulation Analysis", s. 22.

¹³⁶ Kilde: Schwartz, Robert A. (2008): "Getting best execution – Some Lessons from Simulation Analysis", s. 22.

¹³⁷ Kilde: Hintze, John (2008): "The High Cost of Best Execution", s. 15.

¹³⁸ Chartered Financial Analyst (CFA) Institute er det tidligere AIMR (Assosiation for Investment Management and Research), der er en finansanalytikerforening.

¹³⁹ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): "Achieving best execution in securities markets", s. 34.

¹⁴⁰ Kilde: CFA Institute (2008): "Best Execution".

¹⁴¹ Kilde: EAMA; Sinsheimer, Mark (2002): "AIMR's contribution to the best execution debate: Soft dollar Standards and Trade Management Guidelines", s. 106.

¹⁴² Kilde: Hintze, John (2008): "The High Cost of Best Execution", s. 15.

Desuden tilbyder Automated Trading Desk (ATD), ifølge Steve Swanson, (der er administrerende direktør for ATD, som er et selskab, der specialiserer sig i elektronisk handel),¹⁴³ i respekt til best execution, forskellige behov til forskellige kunder, så kunderne lige præcis får deres definition af best execution.¹⁴⁴

På dette grundlag mener jeg, at SEC har skabt et godt benchmark¹⁴⁵, som MiFID kan læne sig op ad. Dette begrundes med, at det har vist sig at være et veldokumenteret begreb, som flere forskere i USA har behandlet. Endvidere er benchmarket succesfuldt blevet benyttet i flere årtier.

4.8.2 Financial Services Authority

The Financial Services Authority (FSA) er den finansielle markedsregulator i Storbritannien (UK). De har, efter at MiFID er kommet til, implementeret MiFID reglerne i deres håndbog af regler og vejledninger.

Førhen blev best execution baseret på at få den bedste pris mulig, men det har ændret sig med implementeringen af MiFID i FSA's håndbog, samt skyldes det tilblivelsen af flere ECNs.¹⁴⁶

De institutionelle investorer hælder dog stadig til den traditionelle telefon handel, hvilket skyldes, at de for det meste handler store block trades.¹⁴⁷ En anden grund til vedligeholdelsen af kendte handelsmetoder er, at UK agenterne ikke har søgt alternative handelsmuligheder til deres klienter. Dette er især gået ud over detail klienterne. Det vil sandsynligvis ændre sig, når flere ECNs kommer til UK marked.¹⁴⁸

Eftersom MiFID er UKs svar på det amerikanske RegNMS, så vil det ikke blive gennemgået yderligere i denne kandidatafhandling.

¹⁴³ ATD stod i 2004 for ca. 5 procent af alle Nasdaq handler og for ca. 2 procent af alle NYSE handler.

¹⁴⁴ Kilde: Swanson, Steve (2005): "Best Execution: What does it mean to you?", s. 24.

¹⁴⁵ Se den teoretiske definition på et benchmark i bilag 5.

¹⁴⁶ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 350.

¹⁴⁷ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 350.

¹⁴⁸ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 351.

4.9 *Regelsættens påvirkninger*

Regulativerne MiFID og RegNMS har påvirket institutionelle finansielle selskaber ved at, de nu skal påvise, at de giver deres kunder best execution.¹⁴⁹

MiFID og RegNMS har den regulative ulempe, at der sker en øget byrde med at tjekke handler for best execution.¹⁵⁰

Der sker nu en bedre markedsovervågning af de institutionelle investorer på de forskellige MHF'er, da den manglende markedsovervågning førhen betød, at investorerne kunne skjule aktiviteter, der påførte svig og manipulation, blandt de øvrige aktørers aktiviteter.¹⁵¹

Implementeringen af MiFID i FSA har signifikant ændret den finansielle service regulering i UK, når det handler om, hvordan de driver virksomhed, og hvordan de kommunikerer med deres kunder. Det skal dog pointeres, at den præcise virkning kan variere fra sektor til sektor og fra virksomhed til virksomhed.¹⁵² MiFID har påvirket FSA ved, at FSAs håndbog har måttet blive omfattende udvidet, så den kan indeholde MiFIDs organisatoriske krav til selskaber.¹⁵³ MiFID har desuden haft den påvirkning, at der er flere forpligtigelser i forbindelse med, hvordan investeringsselskaberne udfører virksomhed overfor professionelle klienter. Selskaberne må f.eks. blive nød til at ændre deres klassifikation af deres klienter, da der er skrapere krav i MiFID, når der handles med professionelle kunder.¹⁵⁴

Når det kommer til best execution efter de nye MiFID regler, skal selskabet udvikle en udførelsespolitik, der dækker over et udvalg af handelspladser, der kan sætte selskabet i stand til konsekvent at sikre kunden det bedste resultat, se nedenstående citat.

MiFID har også påvirket FSA ved, at der som før nævnt bliver indført før- og efter handels gennemsigtighed, hvilket gælder for både RM'er og for MHF'er. Før MiFID var reglerne for de to

¹⁴⁹ Kilde: Mainelli, Michael et al. (2008): "Best Execution Compliance, New Techniques for Managing Compliance Risk", s. 1.

¹⁵⁰ Kilde: Mainelli, Michael et al. (2008): "Best Execution Compliance, New Techniques for Managing Compliance Risk", s. 5.

¹⁵¹ Kilde: Holdt, Helen (1999): "Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder", s. 181.

¹⁵² Kilde: FSA (2005): "Planning for MiFID", s. 3.

¹⁵³ Kilde: FSA (2005): "Planning for MiFID", s. 8.

¹⁵⁴ Kilde: FSA (2005): "Planning for MiFID", s. 9.

markedspladser meget ens, med de regler der galt for ATS. Men det helt nye sker for OTC markeder, hvor det nye begreb Systematic Internalisers (SI) kommer ind. Her kommer der et nyt gennemsigtighedsregime for SI'er, og det forskellige er, at SI'er ikke er tvunget til at *quote* i alle likvide aktiver, men de kan i stedet *quote* for en delmængde af likvide aktiver, og denne delmængde kan ændre sig over tid, jf. afsnit 4.7.2.

På denne baggrund er det derfor vigtigt, at investeringsselskaberne, der handler udenfor RM'er og MHF'er, er opmærksomme på, hvorvidt deres handler kommer under SI'er, og hvis det er tilfældet, skal de finde ud af hvilket *quoting* krav, der gælder dem.¹⁵⁵

USA's fremgangsmetode for best execution er, at definitionen skal være flertydig, hvorimod UK har valgt en specifik definition.¹⁵⁶

MiFID direktivet har dog også haft negative følger med sig. I Italien har direktivet bremset for en finansiel lovændring, der havde til formål at skabe mere gennemsigtighed af de lokale myndigheders misbrug, ved at der skulle være en forpligtigelse for banker til at påtage sig risikoen ved beløb, der overstiger den fastsatte i kontrakten.¹⁵⁷ Dette er imidlertid en interessant betragtning, idet MiFID har til formål at skabe større gennemsigtighed, og at Italiens lovgivning blev 'forværret' ved implementeringen heraf.

Ifølge John Hintze medfører best execution reglen i MiFID mere angst, fordi den ændring, MiFID har medført i markedsstrukturen, er mere pludselig og dybsindig.¹⁵⁸ Dette skyldes ifølge David Easthope, senior analyst i Bosten-based Celent, at for RegNMS der er best execution begrebet i ottende eller niende halvleg, hvor det i MiFID kun er i første halvleg, og et af de tilbagevarende problemer med RegNMS er de vedvarende teknologiomkostninger. De teknologiske omkostninger kommer i form af, at investeringsselskaberne skal tjekke alle nye handelspladser for bedste pris. Desuden skal større selskaber bruge flere penge på teknologi end små selskaber, da de har en større ordre portefølje, omvendt er deres omkostninger relativ mindre i forhold til deres indtægt end de små selskabers. På dette grundlag har større selskaber en fordel i at kunne påvise deres kunder best

¹⁵⁵ Kilde: FSA (2005): "Planning for MiFID", s. 13-14.

¹⁵⁶ Kilde: Board, John et al. (2001): "Liquidity and best execution in the UK: A Comparison of SETS and Tradepoint", s. 344-345.

¹⁵⁷ Kilde: Europaparlamentet (2008): "Parlamentariske forespørgsler og spørgsmål – Skriftlig forespørgsel af Mario Borghezio (UEN) til Kommissionen – Om: Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (2004/39/EF), SmartPool-Platform og gennemsigtighed på de finansielle markeder".

¹⁵⁸ Kilde: Hintze, John (2008): "The High Cost of Best Execution", s. 9.

execution, da små selskaber ikke har ressourcerne til at påvise en bedre konkurrerende pris, og det må forventes, at ordren går til de større selskaber.¹⁵⁹

Købs-siden af best execution frygter desuden, at definitionen af best execution skaber homogenitet grundet den stærke regulering.¹⁶⁰

4.10 Konsekvens for investor

MiFID påvirker best execution ved at give en øget konkurrence. Ligeledes er banken ikke længere forpligtet til at udføre hele handlen til bedste bud/udbud, uanset hvor mange aktier der er udbudt til bedste pris, men derimod er de forpligtet til at give en vægtet gennemsnitspris. Det har den betydning, at investorerne ikke længere har en chance for at finde ud af, om de får tilbudt den bedst mulige pris, og derved får best execution. Principalen (investor) ved, at agenten (værdipapirhandleren) har en intention til kun at agere i egen interesse, og derfor ønsker principalen at sætte omkostningerne efter, hvordan agenten agerer. De nye MiFID regler medfører, at handlen kun sker på kundens initiativ og efter kundens ønske, selvom kunden måske ikke opnår best execution. Desuden skal agenten lave en vurdering af hensigtsmæssighed, dvs. tage hensyn til hvilken erfaring principalen har som investor, og dermed give en anbefaling efter kundens egnethed.

Studier har vist, at selvom best execution nu er blevet defineret i MiFID, så har investeringsmanagere stadig svært ved at definere best execution. Blandt andet viser *The Global Investor Survey* fra 2007, at halvdelen (en stigning på 12 procent siden 2006) af de adspurgte definerer best execution alene på prisen, og kun 34 procent (et fald på 8 procent siden 2006) definerer best execution på basis af flere faktorer. Investeringsmanagerne begrundet valget for kun at bruge bedste pris i stedet for flere faktorer med, at det er nemmere at bevise best execution overfor deres kunder, når der bliver sammenlignet med f.eks. en konkurrerende bank.¹⁶¹

¹⁵⁹ Kilde: Hintze, John (2008): "The High Cost of Best Execution", s. 9+13.

¹⁶⁰ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): "Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues", s. 6.

¹⁶¹ Kilde: Global Investor (2007): "Best Execution Survey", s. 3.

4.10.1 Best Execution og den institutionelle investor

Uenigheder mellem køb og salgs siden, grundet værdien af capital commitment¹⁶² har fået brugen af ECNs til at blive fremskyndet, da institutionelle investorer hælder mere til gør det selv metoder, når der skal udføres en ordre.¹⁶³

Den største kilde til ECNs strøm af ordre er Market-Making selskaber. De har nu revurderet deres vilkår, eftersom de har haft faldende profit margins. Der kommer flere Order Management Systems (OMS) og andre nye teknologier til, så de kan give market makers forenet universal adgang til alle ECNs, hvilket giver de institutionelle investorer mulighed for at vælge den ECN, der vil dække deres behov bedst. Dermed vil dette miljø fremskynde best execution fordelene, som ECNs tilbyder deres kunder, hvilket vil gavne de institutionelle investorer og i samme grad broker-dealers på længere sigt.

Grunden til at ECNs er blevet attraktive skyldes, at der er lavere handelsomkostninger, og der er mulighed for direkte adgang til likviditet fra flere handelscentre med flere forskellige prisintervaller på samme tid.¹⁶⁴

Nogle hævder, at grunden til at de institutionelle investorer hælder mere til ECNs er fordi, de er utilfredse med NYSE's menneskelige specialisters ærlighed.¹⁶⁵

Derimod er market makers brug af ECNs faldet, hvilket skyldes at ECNs kan tilbyde bedre prisudvikling end market makers og andre mellemhandlere kan, grundet det decimallerede miljø.¹⁶⁶

For at de institutionelle investorer nøjagtigt kan opnå best execution, da må de derfor finde fordelene ved de forbedrede ECNs uden at miste overblikket over research og andre services, der dikterer handlen, der skal udføres.¹⁶⁷

¹⁶² Capital commitment (investeringsforpligtelse) kan opfattes på to forskellige måder, enten som hele aktiekataloget som market makers har, eller som en forretningsbeslutning om at investere en del af sine langsigtede aktiver over en specifik periode.

¹⁶³ Kilde: O'Brien, William (2002): "Best execution and the Institutional Investor", s. 28.

¹⁶⁴ Kilde: O'Brien, William (2002): "Best execution and the Institutional Investor", s. 28.

¹⁶⁵ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): "Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues", s. 32.

¹⁶⁶ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): "Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues", s. 34.

¹⁶⁷ Kilde: O'Brien, William (2002): "Best execution and the Institutional Investor", s. 29.

4.11 Delkonklusion

Som dette kapitel har påvist, har de regulative regelsæt en meget stor indflydelse på best execution, især når det angår de forskellige investorgrupper, og hvordan kravene er, for at de opnår best execution.

Det er alfa omega, at udførelsespolitikken for den pågældende investor er i orden, da udførelsespolitikken indeholder regler og krav for, hvordan den pågældende investor opfatter best execution.

Regelsættene er også med til at give investorerne mere beskyttelse, samt skabe mere konkurrence. Det kan konkluderes, at det finansielle marked er blevet meget mere overskueligt, for hvordan de forskellige regler og krav er, selvom nogle måske ville synes det modsatte. Jeg finder det mere overskueligt, fordi regler og krav er med til at skabe en balance i samfundet, så investorer f.eks. ved, hvad de må og ikke må, og det samme gælder for værdipapirhandlerne, og dermed er MiFID med til at mindske principal-agent problemerne. På længere sigt, når best execution forankres i værdipapirhandlerens dagligdag, vil det skabe øget gennemsigtighed og optimale handler for investorerne.

For at best execution skal være meningsfyldt, er det nødvendigt både at måle best execution, når det opnås, samt når det ikke gør, hvilket er udgangspunktet for det næste kapitel omkring måling af best execution.

5 Måling af Best Execution

Da best execution er et forskelligt begreb for forskellige investorer, vil dette kapitel analysere, hvordan måling af best execution påvirkes heraf, samt hvordan best execution bliver målt.

Med henvisning til de forrige kapitler er det konkluderet, at der er ”stor” forskel på, hvordan forskellige best execution faktorer påvirker de forskellige markedsdeltagere.

Lige såvel som de forskellige faktorer har betydning for investorerne, så har måling af best execution også stor betydning. I dette kapitel fokuseres der på to måder at måle best execution på, nemlig som en proces og som et benchmark. Best execution processen kan anses som et benchmark, men jeg har valgt at dele de to metoder op, som to forskellige måder at måle best execution på.

Først beskrives de forskellige omkostninger der har betydning for både et benchmark samt en ordre proces. Derefter beskrives, hvordan de forskellige benchmark metoder bliver brugt til at måle best execution på, for derefter at give et eksempel på en best execution proces.

5.1 Best Execution omkostninger

Best execution er direkte forbundet til en specifik markedssituation på et givet tidspunkt, hvilket inkluderer kvantitative markedssdata, som f.eks. likviditet, volatilitet osv.¹⁶⁸

Selvom det igennem tiden har været svært at definere/måle ordre omkostninger grundet definitionen af best execution og mangel på gennemsigtighed, så har økonomer alligevel forsøgt at måle ordre omkostningerne.¹⁶⁹

Prisen for ordren kan blive inddelt i to komponenter:¹⁷⁰

- 1) Den underliggende værdi af aktien og
- 2) Udførelsesomkostninger

Hvis kursen på aktien var fast, ville det derfor kun være muligt at opnå best execution, hvis udførelsesomkostningerne mindskes. Nogle markedsdeltagere indregner dog ikke kommissionen og adgangsgebyr med i prisen om best execution, om dette skal indregnes ej afhænger derfor af den pågældende investor.

¹⁶⁸ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel (2002): “Transaction costs analysis: how to achieve best execution”, s. 6.

¹⁶⁹ Kilde: Wu, Simon (2007): “Securities Markets – A Single Measure for Best Execution”, s. 25, samt note 14.

¹⁷⁰ Kilde: IBM (2006): “Options for providing Best Execution in dealer markets”, s. 9.

De institutionelle investorer har i løbet af de sidste mange år fået et større behov for bedre best execution målinger, da den faldende likviditet på the inside market har betydet færre tilgængelige aktier i det offentlige marked til den ”bedste” pris.¹⁷¹ Derfor er hovedbestanddelen af best execution en klar forståelse af transaktionsomkostningerne samt adgang til efter udførelse præsentationsmålings værktøjer.¹⁷²

De forskellige omkostninger, der kan opstå i forbindelse med handel af værdipapir er f.eks. skatter og afgifter, kommission, omkostninger for at finde spreads (kursspænd), omkostninger vedrørende information der slipper ud, time-to-market omkostninger samt omkostninger i forbindelse med en handel der ikke går igennem.¹⁷³

5.2 Udførelsesmetoder

Investorer kan enten vælge at hyre agenter (værdipapirhandlere) til at købe og sælge værdipapir på deres vegne, eller de kan selv handle. Bilag 4 viser forskellige former for handelsudførelsesmetoder, hvis læseren skulle være interesseret.

Der er i den daglige handel to mulige udførelsesmetoder, nemlig den aktive og passive ordre.¹⁷⁴

Den aktive ordre er den udførelsesmetode, som svarer til porteføljemanagers beslutning til at ændre udsættelsen.

Den passive ordre er en justering, der er nødvendig at lave for at ændre det pågældende benchmark, bidrag, tilbagekøb eller justering i forbindelse med penge niveauet.

Benchmark for den passive ordre fremkommer ved at beregne en vurdering af f.eks. fonden. Her kan åbning eller lukke prisen bruges.

5.3 VWAP

Som standard har VWAP (volume-weighted average price) og TCA (transaction cost analysis) været brugt som benchmark til at måle, om der i den specifikke handel er blevet givet best

¹⁷¹ Kilde: O'Brien, William (2002): Best execution and the Institutional Investor, s. 27-28.

¹⁷² Kilde: EAMA; Collier, Nick (2002): "Achieving best execution in "fragmented" European markets", s. 26.

¹⁷³ Kilde: EAMA; Adams, Gareth (2002): "Schrodinger's Cat – A Study in Best Execution", s. 3.

¹⁷⁴ Kilde: EAMA; Ternay, Amaury de: (2002): "Orders Execution – Emergence of a new added value: concerns, from regulator to operator", s. 32.

execution. Disse to måder har hver deres problemer. Ved VWAP er der den problematik, at traderens egne handlinger kan manipulere benchmark således, at der gives en bedre pris end det pågældende benchmark. Det kan give den negative effekt, at handlen ikke giver værdi til selskabet.¹⁷⁵ Desuden kan nyheder ændre prisen på aktivet, der bliver solgt, og derfor kan det være svært at separere handelsfortjeneste fra investeringsudbyttet.¹⁷⁶

5.4 *Transaction Cost Analysis (TCA)*

Best execution er meget større begreb end TCA, selvom best execution har en tendens til at blive sammenlignet med TCA, da nogle investorer ser best execution som lavest transaktionsomkostninger.¹⁷⁷

Formålet med TCA er at være en hjælp til at kunne behandle porteføljer, det binder best execution direkte til at øge præsentationen af kundernes portefølje. Det vil sige, TCA hjælper til en bedre compliance og overvågenhed.¹⁷⁸

Direkte investering i investeringsforeninger medfører transaktionsomkostninger, som er omkostninger forbundet med køb og salg af værdipapirer, dvs. før (ex ante) og efter (ex post) en handel.¹⁷⁹

Transaktionsomkostninger har meget stor betydning for resultatet af en investering, da de, hvis de ikke bliver overvåget, kan eliminere et forventet resultat.¹⁸⁰

For det meste måles transaktionsomkostninger ex post, og best execution er afhængig af, at de forskellige omkostninger er kendte ex ante¹⁸¹, da TCA analysen bliver anvendt ex ante.

5.4.1 *The Iceberg of Transaction Cost*

Der er mange, der sætter lighedstegn mellem handelskommission og handelsomkostninger, men handelskommission er kun den synlige del af isbjerget, når det omhandler

¹⁷⁵ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel (2002): "Transaction costs analysis: how to achieve best execution", s. 15.

¹⁷⁶ Kilde: Schwartz, Robert A. (2008): "Getting best execution – Some Lessons from Simulation Analysis", s. 22.

¹⁷⁷ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect 'Best Execution'?".

¹⁷⁸ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): "Achieving best execution in securities markets", s. 34.

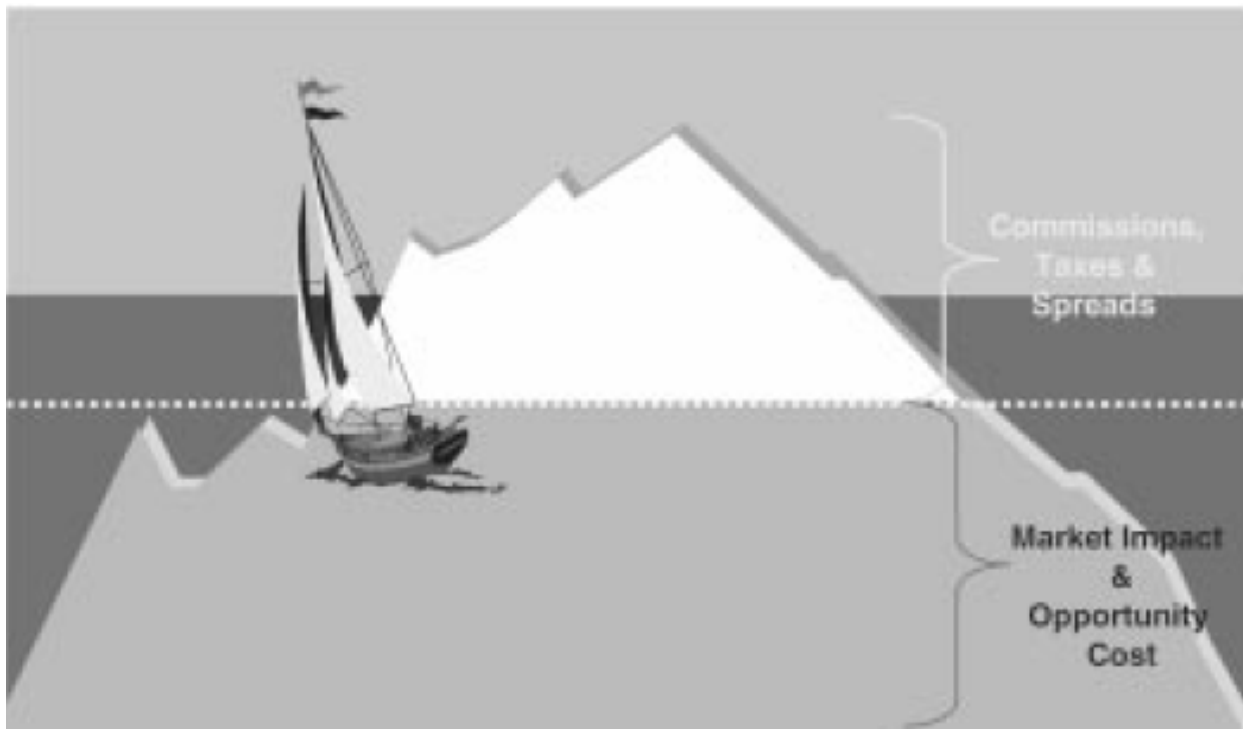
¹⁷⁹ Kilde: Elton, Edwin J. et al. (2003): "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", s. 651.

¹⁸⁰ Kilde: EAMA; Johanning, Lutz et al. (2002): "Best Execution from a German Perspective", s. 83.

¹⁸¹ Kilde: Schwartz, Robert A. et al. (2003): "Best Execution – A Candid Analysis", s. 38.

transaktionsomkostninger.¹⁸² Der skal i stedet tages hensyn til både de synlige og usynlige handelsomkostninger, der former et isbjerg, se figur 5.1.

Figur 5-1- The Iceberg of Transaction Cost



Kilde: EAMA; Collier, Nick (2002): "Achieving best execution in "fragmented" European markets", s.27.

De synlige transaktionsomkostninger står for ca. 1/3 af transaktionsomkostninger, hvorimod de usynlige står for 2/3 af transaktionsomkostningerne.¹⁸³

Usynlige transaktionsomkostninger kan være opportunity costs, markedsindflydelse samt timing omkostninger. Opportunity cost er de omkostninger, som mangel af likviditet til udførelse af ordren medfører, f.eks. uafsluttede handler, fejl og mangler. Desuden er opportunity cost det mest værdifulde alternativ, der må opgives i tilfælde af en investering.¹⁸⁴

¹⁸² Kilde: Wagner, Wayne H. (1993): "Best Execution", s. 67.

¹⁸³ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel: "Transaction costs analysis: how to achieve best execution", s. 7.

¹⁸⁴ Ross, Stephen A. et al. (2003): Fundamentals of Corporate Finance, s. 313, 6 ed., alternative ed., International edition 2003, McGraw-Hill.

Markedsindflydelse er forskellen mellem prisen på værdipapirhandlen og en objektiv pris (et benchmark) defineret af f.eks. traderen.¹⁸⁵ Markedsindflydelse sker, når handelsaktivitet forstyrrer markedet likviditets balance.¹⁸⁶ Markedsindflydelse kan desuden deles ind i to komponenter: markedsindflydelse og markedsprisen.¹⁸⁷ Timing omkostninger er de omkostninger, en prisudvikling medfører fra ordrens start til slut, dvs. inkl. forsinkelser. Timing omkostningerne kan blive indtægter, hvis en forsinkelse af handlen sker ved, at investoren køber på et bear¹⁸⁸ marked og sælger på et bull¹⁸⁹ marked.¹⁹⁰

De synlige transaktionsomkostninger er brokeren's kommission, dvs. den præcise pris, som brokeren tager for at udføre handlen, samt spread og andre omkostninger, såsom skatter og afgifter, der har indflydelse på den endelige pris tilblivelse. Bid-Ask spread er her den mest kendte del af toppen af isbjerget,¹⁹¹ og spreadet er en indikation på markedskvalitet.¹⁹²

5.4.1.1 Problemer og udfordringen med TCA

Studier, på baggrund af afsluttede handler, har påvist at handel er et *zero-sum game*¹⁹³, hvor kommission er den eneste omkostning, der har betydning, samt er *orchestration of a transaction* (der er den før aftalte pris mellem køber og sælger)¹⁹⁴, det eneste der kan aflæses af en handelsjournal. Derfor ligger kommissionen også øverst på isbjerget, og er den del af isbjerget, der kan ses.

Best execution starter ved selve ordren, selvom organiseringen, der er krævet, starter før. Dette gøres ved at sammenbringe genparterne til selve handlen, og til en pris som er forskellig fra den endelige pris. Derfor er de underliggende dele af isbjerget de farligste, da de hurtigt kan komme til at koste handlen, især hvis der ikke er nok likviditet til at gennemføre handlen. Den dyreste handel er nemlig oftest den, der ikke bliver gennemført (opportunity cost), hvilket oftest skyldes, at værdipapiret ikke er tilgængeligt, eller prisen for værdipapiret er blevet for dyrt. For under

¹⁸⁵ Kilde: EAMA; Boussema, Meriam et. al. (2002): "Transaction Costs and Trading Strategies", s. 18.

¹⁸⁶ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): "Achieving best execution in securities markets", s. 36.

¹⁸⁷ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel (2002): "Transaction costs analysis: how to achieve best execution", s. 10.

¹⁸⁸ Et bear marked er defineret ved et marked, der er præget af faldende kurser/priser.

¹⁸⁹ Et bull marked er defineret ved et marked, der er præget af stigende kurser/priser.

¹⁹⁰ Kilde: EAMA; Boussema, Meriam et. al. (2002): "Transaction Costs and Trading Strategies", s. 19.

¹⁹¹ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel: "Transaction costs analysis: how to achieve best execution", s. 9.

¹⁹² Kilde: Schwartz, Robert A. et al. (2003): "Best Execution- A Candid Analysis", s. 39.

¹⁹³ Et Zero-Sum game er et koncept hvor netto dollar profit er lig med netto dollar tab for alle markedsdeltagere.

¹⁹⁴ Se bilag 3 for mere om *Orchestration of a transaction*.

”normale” omstændigheder vil en broker altid gennemføre handlen. Transaktionsomkostninger kan desuden blive meget høje, hvis der sker forsinkelser i forbindelse med gennemførelsen af ordren.¹⁹⁵

Det er endvidere vigtigt at nævne, at alle transaktionsomkostninger ikke er gældende for alle formuebestyrer, men de er afhængige af formuebestyrers specifikke handelsstrategi, da det er dem, der i den sidste ende, har ansvaret for at give best execution til investoren.

I forbindelse med transaktionsomkostninger kan der også opstå principal agent problemer, da der er en høj sandsynlighed for, at agenten ikke vil gøre sit bedste for at sænke omkostningerne, da omkostningerne indeholder agentens kommission. Agenten ønsker nemlig ikke at tage mindre kommission, da kommissionen er udtryk for al den research og service, som agenten giver investoren.¹⁹⁶

Udfordringen bliver at holde styr på alle data, for dermed at implementere TCA som et effektivt benchmark. Det er derfor vigtigt at have for øje, hvad der ligger under overfladen. Derfor er det optimale for best execution selve udfordringen, dvs. at søge efter det optimale mix af menneskelige forhold, teknologi og handelspladser, samtidig med at det valgte investeringsselskab er tilstrækkelig fleksibelt til at justere markedsforholdene for at give alle kunder best execution.¹⁹⁷

Dette kan f.eks. ske ved, at traderen balancerer markedsindflydelsesomkostninger mod timing omkostningerne for at minimere de totale omkostninger, dvs. målet er ikke at minimere omkostninger, men at maksimere nytten.¹⁹⁸

Eksempler på selskaber der tilbyder TCA analyser er Abel Noser, ITG eller Elkins-McSherry.¹⁹⁹ Desuden definerer TCA best execution som procesorienterede i stedet for resultatorienterede, da standarderne er adfærds skabende og procesbaserende i modsætning til resultatbaserede.²⁰⁰ Især da resultatet af handlen ikke kendes før handlen afsluttes.

¹⁹⁵ Kilde: Wagner, Wayne H. (1993): “Best Execution”, s. 68.

¹⁹⁶ Kilde: EAMA; Sinsheimer, Mark (2002): “AIMR’s contribution to the best execution debate: Soft dollar Standards and Trade Management Guidelines”, s. 106.

¹⁹⁷ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): “Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues”, s. 5.

¹⁹⁸ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): “Achieving best execution in securities markets”, s. 37.

¹⁹⁹ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): “Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues”, s. 6.

²⁰⁰ Kilde: Wagner, Wayne H. (2005): “Achieving best execution in securities markets”, s. 35.

5.5 OTC Benchmark

I dette afsnit vil der komme et eksempel på en benchmark model. Et best execution benchmark er en funktion af pris, omkostninger, handelsplads, investortype, størrelsen af handlen, sandsynlighed og hurtighed af udførelsen.²⁰¹ Omkostningerne, der er forbundet med et best execution benchmark, er f.eks. kommission, udførelsesomkostninger, skatter og afgifter.²⁰²

Der vil blive taget udgangspunkt i et OTC marked, da et OTC marked giver en god indikation af, hvordan et benchmark kan bruges, når en værdipapirhandler skal give best execution til de forskellige kunder.

Benchmark er den mest anvendte måde at måle best execution på. Et benchmark kan i denne sammenhæng være en samling af reference priser, der bruges til at sammenligne priserne på OTC handler sammenlignet med eksterne handelspriser til brug for investeringselskaber.²⁰³ Det kan desuden være et indeks, der er lavet over en samling af handler over en periode. I USA er det ofte NBBO, der bliver brugt som reference pris til at måle best execution, hvor det i UK ofte er SETS²⁰⁴ pris, der bliver brugt.²⁰⁵

Det er især de institutionelle investorer i både Europa og USA, der har behov for et godt benchmark til at måle deres handler op mod. De traditionelle benchmark, som LHOC (gennemsnit af lav, høj, åben og lukkede priser)²⁰⁶ og VWAP, er ikke længere tilfredsstillende til at opnå best execution. Investorerne vil ikke længere ”nøjes” med at holde deres handler op i mod en gennemsnits dags handler. Ifølge dem er en samling af mangeartede handler i et velstruktureret call marked²⁰⁷ det bedste alternativ, hvilket afprøvninger af *closing call* priser i Europa har påvist. Derfor er håbet for de institutionelle investorer, at *closing price* opnår status som et eftertragtet benchmark.²⁰⁸

²⁰¹ Kilde: Karande, Kiran (2007): MiFID Best Execution Benchmark, s. 9.

²⁰² Kilde: Karande, Kiran (2007): MiFID Best Execution Benchmark, s. 11.

²⁰³ Kilde: IBM (2006): “Options for providing Best Execution in dealer markets”, s. 3.

²⁰⁴ SETS er en ordre bogs platform på London børsen FTSE i UK.

²⁰⁵ Kilde: EAMA; Foucault, Therry (2002): “Best Execution and Competition between Trading Venues”, s. 54.

²⁰⁶ LHOC kan desuden også hedde OHLC (Open High Low Close).

²⁰⁷ Et call marked (sekundært marked) er modsat et auktion marked (primær marked), et marked hvor aktiver kan købes og sælges på et bestemt tidsinterval.

²⁰⁸ Kilde: Schwartz, Robert A. et al. (2003): “Best Execution – A Candid Analysis”, s. 45pp.

5.5.1 OTC Benchmark Model

IBM har på opfordring af FSA undersøgt, hvordan implementeringen af MiFIDs best execution krav på forskellige OTC markeder kan blive gjort operationelle, så udfaldet passer overens med MiFIDs mål om markedseffektivitet og investor beskyttelse.²⁰⁹ På denne baggrund har IBM lavet et eksempel på en benchmark model for et dealer marked.

Benchmark modellen er fremstillet på baggrund af en teori om, at jo tættere defineret en benchmark model er, jo mere er det sandsynligt, at dealeren tager alle de fornødne skridt, der skal til for at opnå best execution. Grunden til at der ikke er tale om en løs model, er ifølge IBM, at den så vil have en minimal indflydelse på markedseffektivitet eller investorbeskyttelse, samt at der vil følge stigende regulative omkostninger med.²¹⁰

Benchmark modellen viser, at indenfor hvert element har et investeringsselskab flere valg, der skal træffes alt afhængig af, hvilket værdipapir der skal handles.

Benchmark modellen tager desuden udgangspunkt i eksterne priser fra client-dealer ECNs og inter-dealer brokers (IDBs)²¹¹, da de er blevet konkluderet til at være dem, der passede bedst til analysen.²¹²

Når et selskab skal lave en benchmark model, er der tre primære kilder til prisinformation, og kilderne er:

- *Internal pricing models*
- *Client-multidealer ECNs*
- *IDBs*

Internal pricing models er en metode, som alle dealers bruger til at udtrykke deres mening om værdien på et instrument. Hvis inputtene til modellen er upåvirkelige, viser de selskabets mening af markedsværdien af det pågældende produkt. Når det er gjort, gives der et spread, der giver udbud og bud prisen. Internal pricing modeller kan være både simple og komplicerede, og en simpel model kan udtrykkes via en Black-Scholes prisudregningsmodel.²¹³

²⁰⁹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 2.

²¹⁰ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 33.

²¹¹ Se definition på inter broker dealer i bilag 5.

²¹² Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 3.

²¹³ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 15.

Black-Scholes prisudregningsmodel for en ikke-dividende givende aktie A kan se således ud:²¹⁴

$$A = S * N(d_1) - E * e^{-Rt} * N(d_2)^{215}$$

De aktiver der bliver handlet på et OTC marked, og som IBMs undersøgelse er på grundlag af, er: fastforrentede værdipapir, derivater, variabel rente, valuta, kredit, råvarer og andre.

En ECN er en elektronisk handelsplads, hvor alle pris quotes, pris indikationer og aktuelle handler foregår elektronisk. En ECN har adskillige formater, de kan være en Client-multidealer ECNs, en IDB ECNs samt en single-dealer-to-client ECNs. De mest likvide instrumenter er tilgængelige på en client-multidealer ECNs, der er en ECN, hvor klienter kan hente quotes fra flere forskellige dealers.²¹⁶ Ifølge traderere kan et problem med ECNs være, at ECNs ikke indeholder tilstrækkeligt med residerende likviditet til at udfører store block handler af aktier.²¹⁷

IDBs er brokere, der udfører forretning mellem en investeringsbanks dealers. Det er en handelsplads for dealere, der kan få mulighed for at få re-balanceret deres positioner, så de kan opnå deres ønskede book positions. IDBs benytter både ECN metoder og telefonisk brokering med og uden visning af de quotes, der bliver vist på skærmen.²¹⁸

5.5.2 Opbygning af OTC Benchmark modellen

For at få en bedre forståelse af hvordan en benchmark model ser ud, vil jeg nu gå igennem *the benchmark models* trin. Jeg vil starte med opbygningen af et benchmark, og her forudsiges det, at reference prisen for de forskellige typer er af ens størrelse, da der ellers skal en tilpasning til.

Reference prisen er enten den pris, der er tilgængelig på et *client-dealer* marked, hvis den er tilgængelig, eller den pris der er tilgængelig på et IDB, hvis den er tilgængelig, eller den pris som

²¹⁴ Kilde: Ross, Stephen A. et al. (2003): Fundamentals of Corporate Finance, s. 813.

²¹⁵ S, E, σ og e^{-Rt} er kendte faktorer. S er aktiens pris, E er exercise prisen, t er tiden til udløb, σ er den årlige volatilitet og R er den risikofri rente. $N(d_1)$ og $N(d_2)$ er ukendte, så derfor skal sandsynlighederne $N(d_1)$ og $N(d_2)$ udregnes. Det gøres ved hjælp af nedenstående Black-Scholes Option Pricing Model (OPM):

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(R + \frac{\sigma^2}{2}\right) * t}{\sigma * \sqrt{t}}, \quad d_2 = d_1 - \sigma * \sqrt{t}$$

²¹⁶ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 16-17.

²¹⁷ Kilde: Bradley, Harold S. (2001): "Redefining Best Execution", s. 89.

²¹⁸ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 16-17.

stammer fra en intern model.²¹⁹ Der er desuden to elementer, der kan blive brugt som reference pris, og de er:

- Gennemsnittet af bedste bud og udbud pris i markedet.
- Det bedste bud eller bedste udbud af prisen i markedet.

De to elementer er ens, når ECN spreadet er konstant, dog vil variansen omkring reference prisen ud fra en gennemsnitspris ikke udvide sig, hvis spreadet udvider sig. Hvorimod hvis en bud-udbud pris benyttes som reference pris, så vil variansen udvide sig. Derfor anbefaler IBM, at ECN kun bruges som reference, når ECN spreads er relative konstante.²²⁰

Reference prisen kan desuden komme fra et prisservice system som f.eks. Reuters, elektroniske systemer eller mundtligt fra et stort antal af brokers.²²¹

Den interne reference pris skal være objektiv og upåvirkelig, for at den bedst muligt reflektere al tilgængelig information på markedet. Derfor skal spreadet bruges til at vise en dealers eventuelle uenighed med markedet.²²² F.eks. er detail investorer ikke interesseret i at betale mere for information, derfor er det vigtigt,²²³ at al tilgængelig information på markedet er afspejlet i den interne reference pris.

Ud fra en af ovenstående reference pris kan best execution enten blive tilbudt ved at afsløre den interne model, der er blevet brugt til at få den pågældende pris samt dens nøgle pris inputs, og derefter tilføje et før-aftalt handels spread²²⁴ til at skabe en dealer handelsrækkevidde. En anden mulighed er at benytte ECN eller IDB reference prisen og tilføje det før-aftalte handels spread. I dette tilfælde er dealeren ikke påbudt at afsløre hans interne model.²²⁵

I situationer hvor en reference pris fra en intern model kan forbedres ved at gøre brug af en ECN eller IDB reference pris, der er korrigeret for spread/ kommission, bør dette gøres.²²⁶

²¹⁹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 35.

²²⁰ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 22.

²²¹ Kilde: EAMA; Hooper, Marcus (2002): "Observations on the Concept of Best Execution, & Alternative Approaches to Monitoring Trade Execution Quality", s. 66.

²²² Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 36.

²²³ Kilde: EAMA; Foucault, Therry (2002): "Best Execution and Competition between Trading Venues", s. 45.

²²⁴ Denne metode forudsiger, at reference prisen er baseret på en middeltkurs, dvs. en kurs der ligger mellem købs og salgsprisen for en aktie.

²²⁵ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 35.

²²⁶ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 35.

5.5.3 Anvendelse af Benchmarket

For at benchmark modellen kan bruges, er det nødvendigt for dealeren at afsløre følgende information til sin klient:

- Reference prisen: Her skal dealeren, uafhængigt om prisen er taget fra en intern eller ekstern kilde, afsløre prisen på en handels per handels eller før-handels basis.
- Dealerens spread begrænsninger på reference prisen: Disse bør være klarlagt før handlen indgås.
- Det aktuelle spread der er anvendt for hver handel: Denne skal afsløres, når *quote* opgives.

Et af kendetegnene for et OTC marked er, at det er et meget dynamisk marked, hvor produkter hele tiden bliver udviklet, og hvor markedet går hen imod en bedre udnyttelse af et *client-multidealer ECNs*.²²⁷

For at en investor kan sikre, at hans dealer vil blive ved med at skaffe ham det bedst mulige resultat, skal både detail og institutionelle investorer periodisk gennemgå spreadet for, hvad der er et acceptabelt niveau, samt tjekke reference prisen for om den stadig har mulighed for at give et billede af, hvordan markedet ser ud. Desuden bør de ofte efterprøve den interne pris model for at sikre, at de stadig får alle de nødvendige inputs til reference prisen.²²⁸

Selskaber skal være opmærksomme på, at der kan komme tilfælde, hvor et benchmark eller en intern pris model ikke kan benyttes. Dette kan være i tilfælde af usædvanlige markedsforhold eller udenfor normal handels tid, når der har været en udvikling, der har skubbet den sidste *quote* pris. I denne situation kan virksomheden vælge at udføre handlen, men vælge ikke at give best execution.²²⁹

5.5.4 Omkostninger ved et OTC benchmark

Når omkostningerne for et OTC benchmark skal beregnes, skal både omkostningerne til købs siden og OTC dealerne medregnes. Omkostningerne kan deles ind i følgende to kategorier:

²²⁷ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 36.

²²⁸ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 36.

²²⁹ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 25.

- Vedvarende omkostninger og
- Implementeringsomkostninger

Vedvarende omkostninger er de omkostninger, der er i forbindelse med brugen af benchmark modellen. Det kan være omkostninger vedrørende compliance, periodiske valideringer af benchmarket eller data opbevaring.²³⁰

Implementeringsomkostninger kan være omkostninger til ændringer af systemer og processer, og disse omkostninger kan afhænge af ”fornuftig” implementering, da en kortere tidsskala kan øge implementeringsomkostningerne samt den potentielle udvikling. For hvis der derimod var en lang tidsskala, ville implementeringsomkostningerne være lavere, grundet at der så havde været tid til at få implementeret system ændringerne til, at de kunne opgradere og vedligeholde benchmark modellen.²³¹

Omkostningernes størrelse og art på købs-siden er ikke altid klarlagt. Problemet er, at der kan komme stigende compliance omkostninger, når der skal opnås best execution fra en dealer, som benytter en benchmark model. Dette skyldes, at der skal en del research til at finde den bedste dealer, der tilbyder det mest attraktive spread, når alle andre faktorer er ens.²³²

Derfor hælder købs-siden til at bruge ATS, som f.eks. det amerikanske handelssystem Instinet. Grunden til dette er, at de der har mulighed for at handle anonymt. Dette sker med god grund, da andre købs-side virksomheder vil blive interesseret i det værdipapir, hvis de ser navnet på købs-side selskabet.²³³

5.5.5 Formålet med en Benchmark model

Formålet med at bruge en benchmark model til at opnå best execution er, at investorerne på købs-siden vil få adgang til mere information, end de normalt ville have haft, hvilket er en god ting for detail investorerne, da de som før nævnt ikke ønsker at betale mere for mere information.

Dette vil øge investorernes forståelse af de forskellige instrumenter, og dermed vil der skabes en bedre pris gennemsigtighed på OTC markedet. Det vil resultere i, at investorerne vil handle i flere informationsvidende instrumenter end før, så uinformationsvidende handler vil falde, og dermed

²³⁰ Kilde: IBM (2006): “Options for providing Best Execution in dealer markets”, s. 30.

²³¹ Kilde: IBM (2006): “Options for providing Best Execution in dealer markets”, s. 30.

²³² Kilde: IBM (2006): “Options for providing Best Execution in dealer markets”, s. 30.

²³³ Kilde: Kirby, Anthony (2007): “How will MiFID affect ‘Best Execution’?”.

bliver der skabt en øget selvtillid til handler. Den øgede selvtillid vil betyde, at handelsvolumen vil stige, hvilket skaber forbedret dealer profit. Den øgede dealer profit vil dog falde over tid, da de uinformede investorer vil få en bedre viden og dermed ikke lave så mange dårlige handler som før.²³⁴ Desuden skaber reference pris benchmark mere konkurrence mellem de forskellige handelspladser. Dette vil komme kunderne til gavn, da det for det meste betyder faldende handelsomkostninger.²³⁵

En udbyder af benchmark modeller er TAG, som selv siger²³⁶, at de er markeds leder i best execution analyser med en markedsandel på over 50 procent. Deres klienter er institutionelle investorer, investerings rådgivere, ECNs, ATSS, traditionelle og online børsvirksomheder, Equity og Options børser samt maket makers.

5.6 Best Execution Benchmark (BEB)

Dette benchmark er baseret på en detail investor, og er udregnet som et vægtede gennemsnit af investeringsselskabets præsentationer, og er baseret på følgende fem parametre (tallene i parentes kan ændres efterhånden, som vægtningen af faktorerne ændres).²³⁷

- I. Udførelsespolitik (0,15) – hvorvidt selskabet har en udførelsespolitik, der er gennemgået og opdateret regelmæssigt.
- II. Specielle instruktioner (0,15) – hvorvidt selskabet er i stand til at gennemføre specifikke instruktioner på vegne af kunden.
- III. Sandsynlighed for udførelse (0,20) – hvad sandsynligheden er, for at selskabet er i stand til at gennemføre ordren vellykket på en givet tidsramme.
- IV. Hurtighed af udførelse (0,20) – hvor hurtigt selskabet er i stand til at gennemføre ordren på en givet tidsramme.
- V. Samlet betragtning (0,30) – den samlede betragtning (pris inklusiv alle omkostninger) betalt/modtaget af kunden.

²³⁴ Kilde: IBM (2006): "Options for providing Best Execution in dealer markets", s. 30

²³⁵ Kilde: EAMA; Foucault, Thery (2002): "Best Execution and Competition between Trading Venues", s. 55.

²³⁶ Kilde: TAG (2008): "TAG – The Leader in Best Execution Analysis For Over 10 Years".

²³⁷ Kilde: Karande, Kiran (2007): MiFID Best Execution Benchmark, s. 12-15.

Dermed kan BEB formelen nu opstilles: $0,15 * \text{Udførelsespolitik (UP)} + 0,15 * \text{Specielle instruktioner (SI)} + 0,20 * \text{Sandsynligheden for udførelse (SU)} - 0,20 * \text{Hurtighed af udførelsen (HU)} + 0,30 * \text{Samlet betragtning (SB)}$.

Næste trin er at opstille nogle forudsætninger.

Jeg forudsætter, at sandsynligheden af udførelsen kræver en tidsramme, og at min tidsramme er 1 min (60 sek.), da ordren ellers ville forblive åben, hvis der går for lang tid.

Modellen virker på den måde, at et selskab, uden en udførelsespolitik (UP), eller et selskab der ikke udfører specielle instruktioner fra kunden (SI), altid vil score lavere på et best execution præsentation indeks. Derfor givet, at alle selskaber har en UP og er i stand til at udføre specielle instruktioner (SI) fra kunden, da vil sandsynligheden (SU) og hurtigheden (HU) af udførelsen sammen med den samlede betragtning (SB) blive nøgle faktorerne for hvad, der vil påvirke best execution præsentation indekset.

Over tid vil det være nemt for selskabet at inkorporere SU ind i BEB. Dette skyldes, at selskabet over tid statistik kan regne sig frem til en brøkdelen af de ordrer, der uden besvær er blevet gennemført. Fraktionen vil ligge i mellem 0 og 1. Dvs. at en brøkdelen af 0,95 betyder, at selskabet uden besvær har været i stand til at udføre 95 % af de ordre, som selskabet har modtaget.²³⁸

Når det kommer til HU, så gælder det om at bruge så lidt tid som muligt, da det vil betyde en bedre præsentation. I modellen er faktoren HU negativ, og udførelses tiden bliver beregnet, ud fra ordren er placeret, til den er udført i sekunder. Udførelses tiden er da omregnet til en skalar, der er divideret med 60, da vi før har antaget, at der max kunne gå 60 sekunder, for en ordre der var placeret, til den bliver defineret som ikke gennemført. Da det er antaget, vil hurtigheden af udførelsen være 60 sekunder.

Næste skridt er at beregne benchmarket's SB. Her bliver den pris, som ordren er udført til sammenlignet med reference prisen²³⁹, så et tab eller en gevinst på den pågældende aktie bliver fastlagt for hver ordre. Først beregnes forskellen mellem benchmark netto SB (ordrens placering) og den aktuelle SB (ordrens udførelse) for hver udført ordre, så man kan få tabet eller gevinsten i aktivets værdi for den specifikke ordre. Derefter divideres enten tabet eller gevinsten for hver ordre med benchmark netto SB for den specifikke ordre, så tabet eller gevinsten bliver omregnet fra

²³⁸ Kilde: Karande, Kiran (2007): "MiFID Best Execution Benchmark", s. 13-14.

²³⁹ Her er reference prisen (benchmark prisen), den pris som investoren har valgt, når hun placerer ordren, på baggrund af en pris eller et quote, som hun har set eller via en broker har set på en handelsplads, f.eks. RM, MHF eller SI.

aktivets værdi i procent. Til allersidst samles det procentvise tab eller gevinst og det divideres med antallet af alle de udførte ordre, så man får det gennemsnitlige forventede afkast.

Nu er alle forudsætningerne på plads, da kan jeg vise, hvordan modellen kan anvendes. Det er vigtigt at nævne, at benchmark modellen (BEB) ikke er baseret på et enkeltstående eksempel, men er et indeks, der er udregnet over tid.²⁴⁰

5.6.1 BEB eksempel

Eksemplet tager udgangspunkt i et investeringsselskab InvestMe, der har til opgave at tilbyde investeringsservice og udførelse af ordre osv. til deres kunder. InvestMe ønsker at gøre brug af BEB modellen til at lave et benchmark indeks. Det første InvestMe skal beslutte, er hvor lang tid selskabet skal bruge på at udregne benchmarket. De vælger en måned som tidslinje. Derefter tager de alle de data, de har på de forskellige ordrer den seneste måned, og finder ud af, hvor mange af dem, der var i stand til at forklare best execution UP til deres klienter. Jeg antager, at det var tilfældet for 99 % af deres klienter. Nu kan antallet af ordre, der med succes kunne udføres på vegne af kundens instruktioner (SI), udregnes. Her antages det, at det var tilfældet i 98 % af ordrene. Desuden antages det, at det var muligt i 98,5 % af tilfældene at udføre de forskellige ordrer (SU). Næste skridt er, at InvestMe udregner den samlede tid, det har taget at udføre hver ordre, dvs. tiden mellem ordren var blevet placeret, til den blev udført, og dividere det med antallet af ordre, så den gennemsnitlige udførelses tid fås (i sekunder). InvestMe udregner den gennemsnitlige udførelses tid til at være 2,4 sekunder. Nu kan skalar tiden udregnes, da selskabets benchmark for HU var 60 sekunder, dermed bliver skalar tiden 0,04 ($2,4/60$). Til sidst udregnes SB (positiv eller negativ), som før nævnt, og den bliver omregnet til procent ved at dividere hver afvigelse med dens tilsvarende benchmark. Derefter bliver hver procent afvigelse for hver udført ordre summeret og divideret med antallet af ordre for at få gennemsnit netto SB i procent.

Alt i alt betyder ovenstående, at for hver ordre et selskab udfører, da er der et bedst netto SB tilgængeligt for alle mulige handelspladser (RM, MHF eller SI), på tidspunktet hvor ordren placeres. Det er denne netto SB, som investoren har i tankerne, når hun placerer ordren, og det aktuelle SB er, når ordren er udført, det hun betaler/modtager. Forskellen mellem det aktuelle SB og

²⁴⁰ Kilde: Karande, Kiran (2007): "MiFID Best Execution Benchmark", s. 13-14.

benchmark for alle ordrene divideres efterfølgende med det samlede netto benchmark netto SB for ordrene, så netto SB afvigelse i procent kan fås. Netto SB afvigelse i procent er derefter divideret med det samlede antal af udførte ordre for at få det gennemsnitlige netto SB afvigelse i procent.

Nu kan det forudsættes, at den værdi det gennemsnitlige netto SB afvigelse i procent får, er 0,5 %. Det betyder, at for samtlige ordrer InvestMe var i stand til at udføre i den pågældende måned, da var den i stand til at udføre ordre til et tab eller gevinst på 99,5 % af den samlede betragtning (SB), i forhold til hvad kunderne forventede (et tab på 5 % i aktivets værdi).

Dermed kan BEB indekset blive udregnet ved brug af modellen for hvert selskab over en specifik tidslinje.

BEB indeks: $0,15 \cdot 0,99$ (UP) + $0,15 \cdot 0,98$ (SI) + $0,20 \cdot 0,985$ (SU) – $0,20 \cdot 0,04$ (HU) + $0,30 \cdot 0,995$ (SB) = 0,783.

BEB indekset kan nu blive brugt til sammenligning af andre selskabers benchmark, og dermed kan der foregå en ranking af de bedste investeringsselskaber, som kan gavne detail og andre investorer.

5.7 *EQS Ratio som benchmark*

Historisk set har der været to bekymringer blandt broker-dealers og handelspladser, nemlig.²⁴¹

1. Er der stadig tale om best execution, hvis handlen gennemføres på et marked, og der er en bedre kurs på et andet marked? Samt hvordan kan broker-dealers, regulatorer og professionelle investeringsfolk garantere best execution i et fragmenteret marked?
2. Er prisen den eneste måling for best execution? Hvis i stedet prisen og omkostninger er målingen for best execution, hvordan måler økonomerne så handelsomkostningerne?

En del af problemstillingen skyldes det fremskyndende fragmenterede marked, der er forårsaget af, at der tilkommer flere forskellige handelspladser og muligheder, som danner et konkurrence dygtigt marked. Flere finansielle økonomer mener, at et fragmenteret marked er gavnligt for investorer, da det fremmer fri konkurrence mellem markedscentre og dermed reducere handelsomkostninger.²⁴²

²⁴¹ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 23.

²⁴² Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 24 samt note 3.

Eftersom best execution har forskellig betydning for forskellige investorer måles best execution, som før nævnt, også forskelligt. Nogle målinger af best execution bygger på bid-ask spred, dvs. *quoted spread* eller *half spread*. Men da handler også kan ske indenfor eller udenfor spreadet har researchers fundet frem til en måling der kaldes *effective half spread*, som er defineret som forskellen mellem den aktuelle handelspris og midtpunktet på *the quoted spread*.²⁴³ Forskellige studier har vist, at den ”bedste” måde at måle handelsomkostninger på er ved hjælp af ”*Effective half spread*”.

Dette har udviklet en endnu bedre måde at måle handelsomkostninger på, og dermed best execution. Målingen sker ved hjælp af *the ratio of effective-to-quoted spread* (EQS ratio), hvilket er *the effective spread* divideret med *the quoted spread*, se figur 5.2 for formlerne til at måle handelsomkostningerne på.

²⁴³ Kilde: Wu, Simon (2007): “Securities Markets – A Single Measure for Best Execution”, s. 25-26.

Figur 5-2: Handelsomkostningsformler

Quoted Half Spread:

$$\frac{Ask_t - Bid_t}{2}$$

Effective Half Spread:

Ved en købsordre: $Trade\ Price - \left[\frac{Bid_t + Ask_t}{2} \right]$ og

Ved en salgsordre: $\left[\frac{Bid_t + Ask_t}{2} \right] - Trade\ Price$

Realized Half Spread:

Ved en købsordre: $Trade\ Price - \left[\frac{Bid_{t+5} + Ask_{t+5}}{2} \right]$ og

Ved en salgsordre: $\left[\frac{Bid_{t+5} + Ask_{t+5}}{2} \right] - Trade\ Price$

Ratio of Effective-to-Quoted Spread: (EQS Ratio):

$$\frac{Effective\ Half\ Spread}{Quoted\ Half\ Spread}$$

Bemærk: t er minuttet hvor handlen indtræder

Kilde: Wu, Simon: (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26.

Som det kan aflæses af figur 5.2 er der forskellige måder at måle handelsomkostningerne på, og de fleste af disse omkostninger bliver offentliggjort i markedscentrenes månedlige rapporter. Håbet med offentliggørelsen af omkostningerne var, at investorerne da ville have et bedre grundlag til at træffe en beslutning om udførelsespolitikken.²⁴⁴

Der er over syv forskellige måder at måle handelsomkostninger på, da handlerne bliver inddelt efter størrelse og type, og de forskellige handler har forskellige handelsudførelses kvalitetskrav såsom, *effective spread*, *price improvement rate*, *realized spread*, *number of shares executed/canceled*,

²⁴⁴ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26.

price improvement amount, speed of execution, number of shares executed at different venues,
OSV.²⁴⁵

Det er sjældent, at de målinger, der er foretaget fra de forskellige handelspladser, er ensbetydende med, at det er den samme handelsplads, der altid performer bedst, dette skyldes, at de forskellige handelspladser modtager kundeordre på forskellige tidspunkter. Derfor er det sandsynligt, at *bid-ask quoted spreads* såvel som antallet af aktiver *quoted* indefra er fuldstændig ens, da hverken det *quoted spread* eller *effective spread* alene kan stå for forskellen.²⁴⁶

5.7.1 Måling af EQS Ration

Hvis markedsordren er udført ved *the inside quote*, så skal den *effective half spread* blive lig med *the quoted half spread*, og ratioen skal være 1. Rationen er større end 1, hvis ordren er udført udenfor spreadet, og det samme gælder, hvis en del af ordren er udført udenfor spreadet. Rationen ville modsat være mindre end 1, hvis ordren er udført indenfor spreadet, da en handelsplads så har udbudt en bedre pris.²⁴⁷

For en givet markedsordre størrelse, der er udført på et dybt marked, forudsat at der ikke er mulighed for prisforbedring, da bør rationen være meget tæt på 1. Dette skyldes, at rationen ellers ville være meget højere end 1, givet at markedsdybden ikke kan absorbere størrelsen af markedsordren.

Fordelen ved at bruge EQS Ratio til måling af best execution er, at EQS Ratio både fanger de indre og udvendige quotes og markedsdybde. Desuden kan EQS Ratio blive brugt til at måle en enkel handel til at sammenligne handelspladsernes udførelseskvalitet. Dette gøres ved at se *the quoted spread* som et reference punkt (benchmark), der er tilgængeligt for alle investorer ved ordreudførelsestidspunktet, samt *the effective spread* som hvad investorerne rent faktisk kan modtage. Rationen vil da repræsentere udførelseskvaliteten relativt til det pågældende benchmark.²⁴⁸

Nedenstående figur 5.3 viser data til udregning og udregning af EQS ratio.

²⁴⁵ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26, samt note 13.

²⁴⁶ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26.

²⁴⁷ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26.

²⁴⁸ Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 26.

Figur 5-3 - Udførelse af ordre for detail investorer

Broker	Ordre størrelse	Quoted Spread ¹	Effective Spread	EQS Ratio
Handelsplads A	100-499	\$0,038	\$0,043	\$1,13
Handelsplads A	500-999	\$0,035	\$0,042	\$1,20
Handelsplads A	1.000-1.999	\$0,034	\$0,051	\$1,50
Handelsplads A	2.000-4.999	\$0,027	\$0,071	\$2,63
Handelsplads B	800	\$0,030	\$0,036	\$1,20
Handelsplads C	800	\$0,040	\$0,038	\$0,95

Note: (1) Indefra Quoted Spread (NBBO), på tidspunktet ved ordreudførelsen.

Kilde: Wu, Simon (2007): "Securities Markets – A Single Measure for Best Execution", s. 27.

Første halvdel af figur 5.3 viser, at for handelsplads A er de forskellige ordrer opdelt i størrelse, og jo større ordren er, jo lavere *quoted spread* får brokieren, samt som forventet er EQS ratio proportional med ordre størrelsen. Tallene siger, at for ordre størrelse 1.000-1.999 bør de have et *effective spread*, der gennemsnitlig er 1,50 gange bredere end *the quoted spread* på ordre tidspunktet, hvilket ikke er forbavsende, da markedet ikke har uanede likviditet. Derfor koster store ordre også mange penge at udføre.

Den nedre halvdel af figur 5.3 viser et hypotetisk scenario, hvor to aktiestørrelser på 800 skal udføres på to forskellige tidspunkter.

Som det kan aflæses er både *effective* og *quoted spread* lavere for handelsplads B end C. EQS ratio er lavere for handelsplads C end B, hvilket betyder at handelsplads C har opnået en prisforbedring på 2 cent, eller 1 cent hvis der kigges på *half spread*, i forhold til handelsplads B. Dette skyldes, at handelsplads C rent faktisk har performet bedre i udførelse af ordren, givet *the quoted spread*, som handelspladserne har opnået på tidspunktet for udførelsen. Handelsplads B gav derimod en udførelses pris, der er 6 cent dårligere end *the inside quote*, og 3 cent dårlige når den måles i *half spread* til tråds for, at den har et lavere *effective spread*.

Figur 5.3 viser derfor, at selvom en ordre har et bedre *effective spread* og *quoted spread* kan der godt opstå prisforbedringer, så en anden ordre opnår best execution. Derfor er EQS ratio ifølge Simon Wu en meget bedre måde at måle kvaliteten af best execution på, på tværs af markedscentre, idet den både er nem samt ikke forvirrende.

5.8 *Opsummering af Benchmark modellerne*

De ovenstående tre benchmark modeller til at måle best execution på viser, at der er meget forskellige metoder til at lave et benchmark på. F.eks. viser EQS ratio modellen, at dette benchmark tager udgangspunkt i traderens bid-ask spread samt handels prisen, hvor det så ender med et benchmark, der tager udgangspunkt i en ratio. Benchmarket på et OTC marked tager derimod udgangspunkt i reference prisen, og her skal der være meget åbenhed omkring offentliggørelse af prisinformationen. BEB modellen er derimod et benchmark, der tager udgangspunkt i, hvordan et investeringsselskab performer, og her bliver parametrene givet forskellige vægte, alt efter hvad der har størst betydning. De tre modeller har det tilfældes, at ingen af dem bliver lavet ud fra den enkelte investors præferencer, men at de forskellige benchmark er standard for alle handler. Derfor vil jeg nu i nedenstående afsnit beskrive et benchmark som en proces i stedet for som en standard måleenhed.

5.9 *Best Execution Processen.*

Historisk set er best execution blevet analyseret på baggrund af transaktionsomkostningerne efter handlen er udført, som afsnit 5.4 viser. Dette siges, at være en dårlig metode, da efter-handels analyse er en reaktiv og hævdunden metode til at reducere omkostningerne på.²⁴⁹ I stedet bør best execution være på baggrund af hele handelsperioden, da det vil indikere, at selskaber fokuserer på best execution som en del af deres måde at føre virksomhed på, i stedet for som et resultat på bundlinjen.²⁵⁰ De fire punkter som et investeringsselskab i stedet bør fokusere på er²⁵¹:

- Valg af handelsstrategi
- Måle og overvåge handelsomkostningerne
- Evaluere formuebestyren's præsentation
- Teknologi og information

De fire punkter vil blive behandlet nedenstående.

5.9.1 **Valg af handelsstrategi**

Handelsstrategien skal vælges forud for handlen af ordren, dvs. alternative investeringsmuligheder samt handelspladser skal undersøges for muligheden for opnåelsen af best execution. Desuden skal

²⁴⁹ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 85.

²⁵⁰ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 85.

²⁵¹ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 85.

den nuværende markedssituation tages med i overvejelserne, for at se hvordan forskellige strategier passer under de specifikke forhold.

Foruden valg af markedsplads og alternative investeringsmuligheder skal der træffes en afgørelse, om handlen skal udføres som en agent eller principal transaktion.²⁵²

En agent transaktion går ud på, at udførelsen af handlen samt den præcise udførelses pris ikke er garanteret. Valget af en agent transaktion er for de investorer, der tror på lavere handelsomkostninger (markedsindflydelsesomkostninger samt lavere kommission) i forhold til en principal transaktion.

Ulempen ved en agent transaktion er, at investoren bærer risikoen, herunder specielt timing og markedsindflydelsesrisikoen, indtil handlen er gennemført.

Fordelen ved en agent transaktion er, at der er mulighed for at handle anonymt, samt risikoen er lavere for unødvendige omkostninger.

I en principal transaktion er udførelsen garanteret til en bestemt pris med 100 procents sikkerhed. Ulempen er, at det kommer med en pris. Investoren skal betale en præmie for den prisrisiko, herunder markedsindflydelsesrisiko²⁵³, som investoren undgår at betale i modsætning til en agent transaktion.²⁵⁴

Agent transaktion er den mest almindelige form for handelsstrategi. Undersøgelser fra 2001 i bl.a. Danmark, jf. M. Boussema et al.²⁵⁵, har f.eks. påvist, at principaltransaktionen er den dyreste for investor, både i forbindelse med kommission til brokieren samt andre omkostninger.

Studier har også påvist, at markedsindflydelse stiger i takt med ordre størrelsen og formindskes i takt med likviditeten.

Der bør derfor ikke tages let på valg af handelsstrategi, men der bør være grundige analyser liggende til grund for beslutningen, da valg af handelsstrategi gerne skulle munde ud i best execution i forhold til konkurrenterne.

²⁵² Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 85pp.

²⁵³ Kilde: EAMA; Boussema, Meriam et al.(2002): "Transaction Costs and Trading Strategies", s. 20.

²⁵⁴ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 86.

²⁵⁵ Kilde: EAMA; Boussema, Meriam et al.: "Transaction Costs and Trading Strategies", s. 20pp

5.9.2 Måle og overvåge handelsomkostningerne

Måling og overvågning af handelsomkostningerne sker efter handlen er udført. Her skal en forventning af før handelsomkostningerne sammenlignes med de realiserede efter handelsomkostninger, så udførelseskvaliteten kan udregnes, som f.eks. TCA i afsnit 5.2 påviser.

De forventede før handelsomkostninger bliver beregnet ud fra en model, der tager alle de faktorer ind, som kan påvirke handlen. En af faktorerne kan være den specifikke sektor, som værdipapiret kommer fra, f.eks. transport, og heri alt hvad der påvirker denne sektor, såsom markedet, miljø osv. Transaktionsomkostninger kan derfor ikke blive set isoleret, men skal derimod ses i sammenhæng med den valgte handelsstrategi samt de forskellige risikoparametre.²⁵⁶

Hvis der ingen før handelsomkostningsmodeller er, kan en substitution blive lavet. Nedenstående figur 5.4 viser et eksempel på dette.

Figur 5-4– Reference Pris*

Type	Ideal Reference Pris	Alternativ Reference Pris
Markedsindflydelse	[Handel] Afgørende Pris. Marked ved ordre indførelses tidspunktet.	Handels dag's open Før nats close. Lukning af handelsdagen – X dage.
Intraday	Mål Prisen	VWAP Gennemsnittet af open, high, low og close på handelsdagen.
Efter – Handel	Mål Prisen. Marked ved ordre fuldførelses tidspunktet. Lukning af handelsdagen + X dage.	Handelsdagens close. Lukning af handelsdagen + X dage.

*Benchmark der er brugt variere med investering og handelsstrategien

Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 87.

Som det kan ses af figur 5.4, er der flere alternativer til før handel substitution. F.eks. når en før handels model ikke er tilgængelig til at fastsætte omkostningsforventningerne, kan målingerne såsom *Marked ved ordre indførelses tidspunktet* eller *VWAP* blive brugt i stedet for som reference pris. Selvom den ideelle pris ikke er tilgængelig, er de ovenstående muligheder gode som

²⁵⁶ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 86.

benchmark til en reference pris. Som tiden går, kan investorer på baggrund af disse modeller selv udvikle deres egne benchmark mål.²⁵⁷

5.9.3 Evaluere formuebestyren's præsentation

Her er det vigtigt at dele handelsomkostningerne ud på formuebestyrens præsentation og selve handlen. De forskellige formuebestyrer, der er på både købs og salgssiden, præsterer forskelligt og har forskellige ansvarsområder. Derfor er det vigtigt for investoren, at de bliver specificeret og fastsat herefter.²⁵⁸

De forskellige metoder, der er til at måle en formuebestyrers præsentation, kan ses i figur 5.5.

Figur 5-5– Måling af Formuebestyrens præsentation*

Formuebestyrer	Ideel Måling	Alternativ Måling
Manager	[Handel] Afgørende Pris Manglende gennemførelse Peer Group Sammenligning	Handels dag's open Før nat's close. Lukning af handelsdagen – X dage.
Trader/Broker	Marked ved ordre indførelses tidspunktet. Mål Pris Filtered VWAP** Filtered gennemsnit af open, high, low og close på handelsdagen.** Marked ved ordre fuldførelses tidspunktet. Opportunity omkostninger. Manglende gennemførelse Peer Group Sammenligning	Handels dag's open VWAP Gennemsnittet af open, high, low og close på handelsdagen. Handels dags close Lukning af handelsdagen + X dage.

* Benchmark der er brugt variere med investering og handelsstrategien

**Filtered VWAP og Filtered gennemsnit af open, high, low og close på handelsdagen referer til udregningen af de relaterede benchmark kun på det tidspunkt hvor ordren kunne have eller var handlet.

Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 88.

²⁵⁷ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 86.

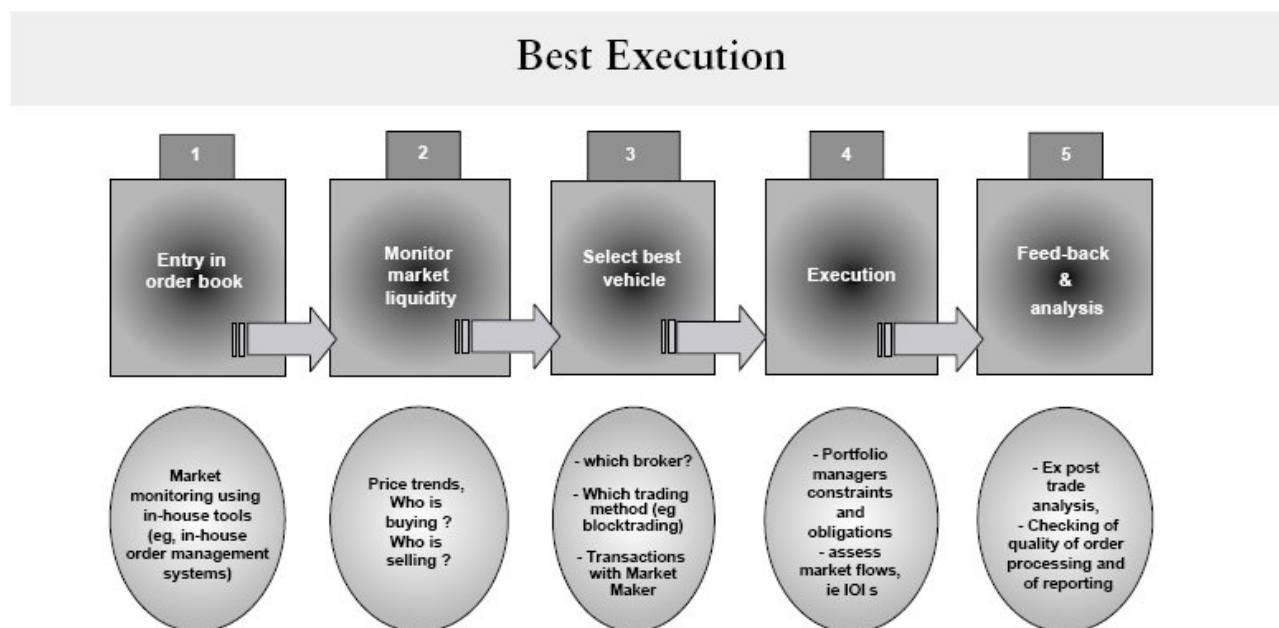
²⁵⁸ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 86-87.

Evalueringen af formuebestyrelsens præsentation er noget, som investoren ofte bør tage op til overvejelse, da det har betydning for opportunity omkostninger samt manglende gennemførelse. En ulempe er, at investoren sjældent har adgang til de informationer, som kræves for at få et indblik i formuebestyrelsens præsentation. Det handler hermed om det før nævnte principal-agent problem, for når alt kommer til alt må investoren "bare" stole på, at den pågældende formuebestyrer varetager investorens interesser.

5.9.4 Teknologi og information

Her er det vigtigt at alle de processer, som en handel kræver, er integreret i den specifikke proces. Det handler om effektivisering, så omkostningerne reduceres. En ordre proces kan se ud som i figur 5.6.

Figur 5-6



Kilde: EAMA; Ternay, Amaury de: "Orders Execution – Emergence of a new added value: concerns, from regulator to operator", s. 34.

Omkostningerne til handel og analyse skal minimeres og integreres i det pågældende system, så processen bliver så gnidningsfri som muligt. En måde at opnå dette på er ved at integrere et order

management system (OMS), hvori TCA er integreret, så systemet bliver en analyse drevet handelsproces.²⁵⁹

Der er desværre mange selskaber, der ikke har integreret et ordentligt OMS. Derfor er det vigtigt, for at opnå best execution, at teknologien ikke brister, men at der bliver tilbudt et velintegreret OMS, så transaktionsomkostningerne formindskes via vedligeholdelse og fornyelse, da fejl, mangler og tids forsinkelser oftest er grunden til øgede transaktionsomkostninger.

Derfor er det bedst at være proaktiv, når det gælder best execution standarder. For hvad der ikke er best execution for investeringsselskaber og banker, kan hurtigt blive forvandlet til unødvendige og fordyrende omkostninger, der som resultat giver selskabet en dårlig præsentation.²⁶⁰

En løsning på denne problemstilling er, at de forskellige markedscentre skal opgive statistikker over best execution hver måned. Det betyder, at de forskellige markedscentre hver måned bliver dømt på deres præsentationer, da de hver måned vil modtage en rating over, hvor de står i forhold til andre markedscentre. Dette er en måde, hvorpå investorer, primært de institutionelle investorer, kan uddelegere deres porteføljer, hvorpå brokerne da, alt efter præsentation, vil få færre eller flere arbejdsopgaver.²⁶¹

5.10 *Ordre proces contra standard benchmark*

Et argument for at best execution bliver målt som en ordre proces i stedet for som et standard benchmark er, at best execution er svær at definere grundet forskellige pris quotes for forskellige ordretyper, samt forskelligt behov for forskellige porteføljevægte og forskellige behov for umiddelbarhed osv. En størrelse passer ikke alle.²⁶² Dermed vil MiFIDs tilgang til best execution som bedste fremgangsmåde i stedet for bedste pris være velkommen.

For at implementere MiFID's best execution har f.eks. den tyske børs "Börse Frankfurt" valgt at lave et *MiFID Best Execution Matrix*, som er opdelt i pris, omkostninger og speed of execution. Målet for denne matrix er, at deres kunder bedre skal kunne opnå Best Execution ved, at de kan måle de forskellige parametre til deres handel. Best Execution platformen, hvorpå *MiFID Best Execution Matrix* er at finde, hedder Xetra, som er en elektronisk ordre bog.²⁶³

²⁵⁹ Kilde: Giordano, Linda M. et al. (2002): "The Process of Achieving Best Execution", s. 86.

²⁶⁰ Kilde: EAMA; Alba, Jean Noel: "Transaction costs analysis: how to achieve best execution", s. 6.

²⁶¹ Kilde: Samtale med Juri Cetti (Director and head of equity sales in Nordea Market Denmark).

²⁶² Kilde: Kirby, Anthony (2006): "What will 'Best Execution' mean in practice – MiFID Update", s. 46.

²⁶³ Kilde: Börse Frankfurt (2007): "Best Execution Services – Börse Frankfurt".

Da markedsdeltagere har fået det hårdt det sidste årti grundet øget konkurrence fra markedscentre, den økonomiske situation samt den øgede regulering, kan disse faktorer hurtigt få brokerens fokus væk fra best execution. Derfor er det vigtigt, at der skabes langsigtede kunderelationer, da det er det der tæller. Et eksempel på det er, at selskaber i større grad tilbyder deres kunder best execution værktøjer, som en added-value service.²⁶⁴

For at få et overblik over hvad de forskellige investeringsforeninger kan tilbyde af produkter til investorerne, laver Morningstar (som er en global leverandør af informationer og analyser over investeringsforeninger) forskellige performance analyser over investeringsforeningerne. Deres analyse viser, at de forskellige fonde leverer meget forskellige resultater, så det er derfor vigtigt, at investorerne ikke tager bankernes råd for gode vare, da de ofte prøver at sælge produkter, der ligger i deres egne interesser og ikke i investorerens.²⁶⁵

Eftersom best execution ikke kan blive bestemt ud fra en single eller serie af handler, bør best execution i stedet blive bestemt ud fra en årrække af studier, hvilket betyder at tilstrækkeligt med data skal undersøges, så der kan dannes en tilstrækkelig konklusion.²⁶⁶

Andre metoder til at måle best execution på kan være lukkekursen på aktien, da den bliver defineret som et efter handels benchmark.²⁶⁷ Desuden kan algorithmic trading blive brugt som benchmark, for mere herom se bilag 6.

5.11 Delkonklusion

På baggrund af dette kapitel om måling af best execution, kan det konkluderes, at den bedste måde at måle best execution på, er ved at lave et godt for arbejde. Det inkluderer en før handels analyse, hvori valg af handelsstrategi bør indeholde land, investeringsselskab, broker, trader.

Når handelsstrategien er klarlagt, er det derfor muligt at udregne før handelsomkostninger, samt give et estimat af alle omkostningerne for hele handlen. Når handlen er gennemført er det ligeså vigtigt at lave en efter handels analyse. Dette er fordi, det så er muligt at finde frem til de skjulte

²⁶⁴ Kilde: Kugele, Lynn Philips (2004): "Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues", s. 7.

²⁶⁵ Kilde: Henriksen, Karsten (2006): "Brug for mere konkurrence til danske investeringsforeninger".

²⁶⁶ Kilde: Bradley, Harold S. (2001): "Redefining Best Execution", s. 89.

²⁶⁷ Kilde: Boussema, Meriam et al.: "Transaction Costs and Trading Strategies", s. 19.

omkostninger, der har været i forbindelse med handlen, og dermed kan det bedste benchmark blive lavet til fremtidig brug, og det skal blive revideret løbende.

Før og efter handelsanalysen bør laves af en tredjepart, da investoren dermed kan forvente et reelt benchmark, som ikke er påvirket af det pågældende investeringsselskab.

Da det er sværere for detail investorer at overvåge investeringsselskaberne, for om de opfylder best execution, end for professionelle, pga. de ikke har ekspertisen, informationskendskabet samt evnen til at forstå den komplicerede ordreproces, er behovene også anderledes for de to grupper. Detail investorerne har nemlig ingen chance for at tjekke, om alt går til, som det skal, samt har de heller ikke mulighed for at sammenligne investeringsselskabets udførelsespolitik. Derfor er det nødvendigt, at der er et ordreudførelses benchmark, som de kan stole på, samt sammenligne med.

TCA er dermed ikke lig best execution. Derimod er det selve processen der er lig best execution, og processen er afhængig af, at selskabet har en god ledelsesstil samt en god samling af efter handelsinformation og feedback.

6 Diskussion af Best Execution

Dette kapitel har til hensigt kort at diskutere nogle af de problemstillinger, som jeg igennem de foregående analyser og beskrivelser har erfaret, der er ved best execution.

Et af de helt overordnede problemstillinger, der er ved best execution, er at der på nuværende tidspunkt, ikke er nogen entydig definition af best execution, på trods af at begrebet er implementeret i lovgivningen i det meste af i verden. Dette vil skabe en del udfordringer for både værdipapirhandleren, men ligeledes for de tilsynsførende organer, for hvordan skal begrebet tolkes, når begrebet har forskellig betydning for den enkelte markedsdeltager?

Umiddelbart finder jeg, at definitionen af best execution skal findes i selve handelsprocessen, og at guidelines til lovgivningen burde tage deres afsæt heri. Dette skyldes, at hvis hele handelsprocessen inddrages, vil der tages afsæt i de relevante faktorer, som kunden har. På den måde er det muligt at definere best execution, således at begrebet er tilpasset den enkelte kunde og den enkelte situation. Således elimineres problemstillingen med at best execution har forskellig betydning for den enkelte markedsdeltager.

Det skal pointeres, at hvis der tages udgangspunkt i selve handelsprocessen, vil dette kræve en udarbejdelse af en omfattende guideline, hvor de enkelte elementer af handelsprocessen forklares og uddybes. Denne guideline vil være med til at sikre, at den enkelte værdipapirhandler forsøger at udføre til best execution. Stadig vil det være svært at sikre for den tilsynsførende, men det letter i og med, at værdipapirhandleren har guidelines at holde sig til. På den måde vil det blive som en slags god-skik begreb, som det ses lignende i revisions- og markedsføringsloven. Værdipapirhandleren vil derfor, når der foreligger en guideline, have et begreb som de 'forventes' at overholde, eller noget de søger hen i mod at overholde.

Dette ligger nu op til en anden essentiel problemstilling. Skal der vælges en konkret metode til målingen af best execution, eller skal denne ligeledes tilpasses den enkelte situation?

Umiddelbart er jeg af den overbevisning, at målingen igen skal tage udgangspunkt i selve handelsprocessen, da de enkelte faktorer, der er opridset i afsnit 5.7 har så stor betydning for begrebet best execution, at det er nødvendigt at inddrage dem i målingen af, om handlerne er udført i overensstemmende hermed. Omvendt kunne der i praksis været et benchmark, som

værdipapirhandleren kunne bruge som en form for retningslinje. Dette benchmark kunne være *the effective spread* eller BEB, der forklares i kapitel 5.

Grunden til at jeg finder disse to målingsbegreber relevante, er at de begge er forholdsvis lette at udregne, samt at de begge er meget håndgribelige. Samtidig mener jeg, at de begge lever op til de krav, der er til best execution. Hvis værdipapirhandlerne havde et af disse benchmark at gå ud fra, ville det være med til at sikre, at de udfører handler i henhold til best execution.

6.1 Delkonklusion

Som ovennævnte diskussion har påvist, er handelsprocessen og målingen af best execution ikke helt optimal. Dette skyldes til dels, at begrebet er uhåndgribeligt, da det betyder noget forskelligt for forskellige investorer. Investorerne ved stadig heller ikke nok om handlen udførelses muligheder, til at de kan danne sig et overblik over de forskellige faktorer, der påvirker best execution processen. Når dette er sagt, mener jeg, at investorerne dog er blevet mere beviste om begrebet best execution, selvom der ikke reklameres så meget om det over for detail investorerne.

7 Konklusion

Hovedformålet med denne kandidatafhandling har været at analysere og fortolke begrebet Best Execution. Dette vurderes ud fra en teoretisk analyse af best execution. Problemstillingen er blevet analyseret ud fra det socialkonstruktivistiske paradigme, og dette kapitel vil belyse de vigtigste konklusioner.

Best execution er et flerdimensionelt koncept på en handel per handel basis. Best execution har forskellig betydning for den enkelte investor, og det er dem, der definerer, om de har fået udført en handel til best execution, da det afhænger af den specifikke udførelsespolitik. Best execution er derfor med til at sikre investorerne, at værdipapirhandleren vil varetage deres interesser.

De forskellige faktorer, der påvirker best execution, varierer meget alt afhængig af den pågældende investortype. Detail investorer vil hellere have den billigste udførelse, hvorimod de institutionelle investorer hellere vil være sikre på at deres ordre udføres. Dette skyldes primært, at detail investorer handler non-block trades, hvorimod de institutionelle handler store block trades, hvilket igen er fordi, detail investorerne ikke har kapitalen til at investere i så store mængder. Men igen er det vigtigt at pointere, at best execution faktorerne er forskellige fra investor til investor. Derfor er det vigtigt, at udførelsespolitikken er klar og tydelig, så investoren får præcis det ud af sin investering, som kunden ønsker. Dermed mindskes problematikken og principal-agent problemer også, da kunden har udførelsespolitikken til at sikre, at kunden opnår best execution.

MIFID har haft stor indflydelse på den danske regulering. MiFID blev i Danmark direkte implementeret som Børsreform III, og har medført omfattende ændringer for den danske lovgivning. Desuden er MiFID blevet implementeret i de europæiske landes lovgivning. MiFID har til hensigt at skabe større fokus på den individuelle kundes investeringsbehov samt risikoprofil, hvilket vil give en bedre kvalitet i rådgivningen. Desuden er MiFID med til at sikre en bedre gennemsigtighed i afregningskursen, samt bliver det nemmere for investorer at handle over Internettet, bl.a. gennem pengeinstitutternes netbanker.

Regulering har haft stor indflydelse på best execution, da f.eks. den EU kan gå ind og sætte flere standarder for, hvordan best execution forpligtigelserne skal opfyldes for de forskellige investorer. Herunder er investorbeskyttelsesreglerne især vigtige for detail investorerne, da de skal kunne vide, at deres interesser varetages. Reguleringen af best execution på det amerikanske marked har været

med til at sætte standarderne for, hvordan best execution opfattes af detail og institutionelle investorer. Dette skyldes, at USA har en lang tradition for best execution, og dermed er en form for benchmark for EU, i hvordan best execution skal forstås og udvikles. Desuden er det amerikanske marked det største værdipapirhandelsmarked i verden, og dermed en god indikation for hvordan best execution er blevet implementeret.

Selvom prisen ikke er lig med best execution, så har den stadig en stor betydning. De nye markedsformer er f.eks. med til at skabe større priskonkurrence, da værdipapirhandlerne ikke er tvunget til at handle over Fondsbørserne, og det medfører lavere handelsomkostninger. Detail investorerne kan f.eks. gå ned i deres bank og få dem til at udføre en strakshandel, ved at banken selv er modpart i handlen. Denne type hører under den nye markedsform systematisk internalisering.

Det er stadig svært for investoren at se, om der er opnået best execution i en specifik handel. Dette skyldes, at investoren som regel ikke har adgang til den omfattende information, der ligger til grund for kvaliteten af udførelsen, herunder diverse markedsdata. Det kan være på grund af, at prisen for den salgs information er for dyrt, eller den simpel hen ikke er tilgængelig for enkelte investorer. Desuden skyldes det, at gennemsigtigheden i markedet ikke er god nok.

Selvom der er adskillige benchmark metoder til at måle best execution på, så er det vigtig for både markedscenteret og investoren, at det rigtige benchmark er valgt. Dette kræver en dybdegående før og efter handelsanalyse af handelsstrategien, handelsomkostningerne og transaktionsomkostninger, så både de synlige og usynlige omkostninger bliver identificeret og forbedret hvis muligt. Det er derfor vigtigt, at investeringsselskabet ofte tager handelsanalysen op til revision og revidering, da markedet hele tiden ændre sig, og det samme gør det valgte benchmark og investorenes præferencer. Det bedste alternativ er, hvis en tredjepart laver analysen på investeringsselskabets vegne, da investoren så kan sikre sig, at analysen er fri for investeringsselskabets personlige interesser.

Den samlede vurdering af best execution er, at best execution er en handelsproces og ikke bedste pris for handlen, herunder prisen for aktien. Med i betragtningen bør tages, at best execution, efter min mening, stadig er et for flerdimensionalt begreb, selvom MiFID har forsøgt at konkretisere det. Jeg finder det desuden problematisk, at ikke alle investorer er bekendte med begrebet best

execution. Derfor bør investeringsforeningerne og bankerne reklamere mere for dette, end de gør i forvejen.

Alt i alt er best execution en igangværende proces, der stadig vil udvikle sig i årene, der kommer, og reguleringen vil have stor indflydelse på, hvordan begrebet skal analyseres.

8 Perspektivering

Jeg vil kort redegøre for nogle af de emner, der lå uden for min problemformulering og kandidatafhandling.

Med udgangspunkt i kandidatafhandlingens konklusion, mener jeg, at man kan se problematikken i et større perspektiv end blot, at best execution betyder noget forskelligt og kan måles forskelligt for forskellige investorer. Jeg kunne have valgt den tilgangsvinkel, at best execution kunne måles ud fra værdipapirhandlernes synspunkt.

En måde at kigge nærmere på denne problemstilling kunne være at lave en spørgeskemaundersøgelse, hvor værdipapirhandlerne kunne blive adspurgt om, hvad de synes er best execution, samt hvordan de måler det på forskellige markeder, herunder som systematisk internalisering og MHF'er.

Mit problemløsningsforslag omfatter kun en lille del af de muligheder der er til at analysere og måle best execution på. Jeg kunne også have valgt at tage udgangspunkt i tre investeringsforeninger, tre forskellige steder i verden. Hvor jeg så ville have til formål at måle best execution, og se om der var tydelige globale forskelle på, hvordan de optimalt gav deres klienter best execution, samt se om deres klienter primært var detail eller institutionelle investorer.

Herefter kunne det have været spændende at se på nogle forskellige konkurrentanalyser, som f.eks. konkurrence benchmarking eller Porters diamant model for at få et nærmere indblik i de forskellige investeringsforeningers udførelsespolitikker.

Jeg har i opgaven ikke behandlet afregningsmetoder, men det kunne jeg have gjort, hvis jeg i stedet fokuserede mere på det regnskabsmæssige end på det teoretiske.

Afslutningsvis kunne jeg have forsøgt at give et bud på en specifik guideline, for hvordan værdipapirhandlere skal give deres kunder best execution

Litteraturliste

Primære kilder:

Andersen, Ib (2003): "*Den skinbarlige virkelighed – om vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne*", 2. udgave, 2. oplag 2003, Samfundslitteratur 2002.

Andersen, Paul Krüger og Clausen, Nis Jul (2007): "Børsretten I – regler og markedsaktører", 3. udgave, 1. oplag, Jurist og Økonomforbundets Forlag 2007.

Elton, Edwin J., Gruber, Martin J., Brown, Stephen J. and Goetzmann, William N. (2003): "*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*", sixth edition, USA, John Wiley & Sons, Inc.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jordan, Bradford D. (2003): "*Fundamentals of Corporate Finance*", 6. Edition, Alternative Edition, USA, International Edition 2003, McGraw-Hill/Irwin.

Thompson Jr., Arthur A., Strickland III, A. J. and Gamble, John E. (2005): "*Crafting and Executing Strategy – The Quest for Competitive Advantage Concepts and Cases*", 14 edition, International edition 2005, USA, McGraw-Hill/Irwin.

Wagner, Wayne H. (1989): "*The complete guide to Securities Transactions – Enhancing Investment Performance and Controlling Costs*", USA, John Wiley & Sons, Inc., 1989.

Sekundære kilder:

Battalio, Robert H. and Loughran, Tim (2008): "*Does Payment For Order Flow To Your Broker Help Or Hurt You?*", Journal of Business Ethics, Springer Netherlands, Volume 80, s. 37-44, Number 1 / June, 2008.

Board, John and Wells, Stephen (2001): "*Liquidity and best execution in the UK: A comparison of SETS and Tradepoint*", Journal of Asset Management, vol. 1, 4, 344-365, Henry Stewart Publication, 1. april 2001.

Bradley, Harold S. (2001): "*Redefining Best Execution*", The journal of Portfolio management, Euromoney Institutional Investor PLC, spring 2001.

Budimir, Miroslav, Holtmann, Carsten & Neumann, Dirk (2001): "*The Design of Best Execution Market*", Chair for Information Management and Systems, Germany.

Börse Frankfurt (2007): "*Best Execution Services*", Deutsche Börse Group, november 2007.

[http://deutsche-](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/60_Best_Execution/auszug-webpage-stand-10-07-final.pdf)

[boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/60_Best_Execution/auszug-webpage-stand-10-07-final.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/10_Products_and_Functionalities/60_Best_Execution/auszug-webpage-stand-10-07-final.pdf).

Caspersen, Flemming (2008): "Investeringsforeninger & Gennemskuelighed", Kandidatafhandling i cand.merc.jur, Handelshøjskolen i København, d. 18. februar 2008.

CFA Institute (2008): "Best Execution",

http://www.cfainstitute.org/centre/topics/im/official/bestexecution_fairdealing.html

Clausen, Nis Jul (1995): "*Børsreform II – Hovedpunkter i den fremtidige lovgivning*", Finans/Invest 4/95.

Clausen, Nis Jul (1998): "*Best Execution – nye regler fra Københavns Fondsbørs*", Finans/Invest 3/98.

(CESR) The Committee of European Securities Regulators (2007): "*Best Execution under MIFID*", Public consultation, The Committee of European Securities Regulators (CESR), Ref: CESR/07-050b, februar 2007.

Dall, Ulrik (2003): "*Best Execution, igen, igen!*", Aktionæren maj 2003.

Danmarks nationalbank (2007): "*Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal*", www.nationalbanken.dk, publikationer, Kvartalsoversigt, 2007 1 kvartal, 27. februar 2007.

Danmarks nationalbank (2007): "*Publikation - Finansiell stabilitet 2007*", www.nationalbanken.dk, publikationer, finansiell stabilitet 2007, 15. maj 2007.

(EAMA) European asset management association (2002): "*Best Execution – Executing Transactions in Securities Markets on behalf of Investors*", A collection of essays, udgivet af European asset management association.

Samlingen af artikler består af (EAMA):

- Adams, Gareth (2002): "*Schrodinger's Cat – A Study in Best Execution*".
- Alba, Jean Noel (2002): "*Transaction costs analysis: how to achieve best execution*".
- Boussema, Meriam and Bueno, Alain and Séquier, Pierre (2002): "*Transaction Costs and Trading Strategies*".
- Collier, Nick (2002): "*Achieving best execution in "fragmented" European markets*".
- Foucault, Thierry (2002): "*Best Execution and Competition between Trading Venues*".
- Hooper, Marcus (2002): "*Observations on the Concept of Best Execution, & Alternative Approaches to Monitoring Trade Execution Quality*".
- Hughes, Philippa P.B. (2002): "*What Is Best Execution? A Primer For Satisfying the Investment Adviser's Fiduciary Duty Under U.S. Securities Regulation*".
- Johanning, Lutz and Schlenger, Christian (2002): "*Best Execution from a German Perspective*".
- Sinsheimer, Mark (2002): "*AIMR's contribution to the best execution debate: Soft dollar Standards and Trade Management Guidelines*".
- Ternay, Amaury de (2002): "*Orders Execution – Emergence of a new added value: concerns, from regulator to operator*".

Euroinvestor.com (2007): "*OMX Nordic Exchange Copenhagen A/S Meddelelser fra Fondsbørsen IT Exchange Notic*", euroinvestor.com, 19. november 2007.

Europaparlamentet (2008): "*Parlamentariske forespørgsler og spørgsmål – Skriftlig forespørgsel af Mario Borghezio (UEN) til Kommissionen – Om: Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (2004/39/EF), SmartPool-Platform og gennemsigtighed på de finansielle markeder*", Europaparlamentet 15. januar 2008, E-6602/07, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+WQ+E-2007-6602+0+DOC+XML+V0//DA>.

Finansrådet (2007): "Presseseminar – MiFID, Finansrådet", mandag den 1. oktober 2007.

Finansrådet (2007): "Rådgivning efter MiFID", Finansrådet, mandag den 1. oktober 2007.

Finansrådet (2007): "*Overvågning og markedsgennemsigtighed i MiFID*", Finansrådet, mandag den 1. oktober 2007.

Finansrådet (2007): "*MiFID – Et overblik*", Finansrådet, mandag den 1. oktober 2007.

(FSA) Financial Services Authority (2006): "*Implementing MiFID's best execution requirements*", Financial Services Authority (FSA), maj 2006.

(FSA) Financial Services Authority (2005): "*Planning for MiFID*", Financial Services Authority (FSA), november 2005.

Fich, Ole (2001): "*Direkte Investering eller investering gennem danske investeringsforeninger for private investorer*", Kandidatafhandling, cand.merc.fir, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København, d. 22. maj 2001.

Folketinget (2006) "Grundnotat til Folketingets Europaudvalg", Erhvervsudvalget - ERU alm. del - Bilag 314 - Offentligt, d. 27. marts 2006,

<http://www.folketinget.dk/samling/20051/alm-del/ERU/Bilag/314/263220.PDF>.

Folketinget (2006): "Forslag til Kommissionens forordning til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende registreringskrav for værdipapirhandlere, indberetning af handler, markedsgennemsigtighed, værdipapirers optagelse til handel samt definition af begreber til brug for direktivet og forslag til Kommissionens direktiv til gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF vedrørende organisatoriske krav til og bestemmelser om værdipapirhandleres vilkår for drift samt definition af begreber til brug for direktivet" 14. juni 2006.

<http://www.folketinget.dk/samling/20051/alm-del/ERU/Bilag/419/289946.HTM>.

Giordano, Linda M., Hallack, Heather and Fontenot, Alaric (2002): "*The Process of Achieving Best Execution*", Investment Guides Series: Transaction Performance, Euromoney Institutional Investor PLC, spring 2002, p84-89.

Global Investor (2007): "*Best Execution still hard to define, despite MiFID*", issue 203, p47-51, Global Investor magazine, juni 2007.

Gomber, Peter and Gsell, Markus (2007): "*A new basic law for securities trading in Europe*", Mondo Visione Ltd., 2007.

Henriksen, Karsten (2006): "*Brug for mere konkurrence til danske investeringsforeninger*", Morningstar Danmark, den 22. maj 2006.

Hintze, John (2008): "*The High Cost of Best Execution*", Securities Industry News, 2/18/2008, Vol. 20 Issue 7, p9-17.

Holdt, Helen (1999): "*Aktiehandel og informationsteknologi i EU- Udfordringer for nationale myndigheder*", http://www.djoef.dk/forlag/download/5740194/16-kapitel_10.pdf

IBM Global Business Services (2006): "*Options for providing Best Execution in dealer markets*", IBM Global Business Services, 2006.

Karande, Dr. Kiran (2007): "*MiFID Best Execution Benchmark*", Infosys Technologies Limited, maj 2007.

Kirby, Anthony (2006): "*What will 'Best Execution' mean in practice – MiFID Update*", The Electronic Trading Journal FIXGlobal (EMEA). Vol 1 Issue 11 Q3 2006, http://fixglobal.com/back_issues/Q11/EMEA_art3.pdf.

Kirby, Anthony (2007): "*How will MiFID affect 'Best Execution'?*", Mondo Visione Ltd., 2007, <http://www.exchange-handbook.co.uk/index.cfm?section=articles&action=detail&id=54127>.

KPMG (2007): "*Nye Regler for forbrugerbeskyttelse (MiFID) træder i kraft i dansk lovgivning med virkning fra 1. november 2007*", KPMG.dk, publikationer, financial services, 2007.

Konkurrencestyrelsen (2006): "*Konkurrenceredegørelse 2006 - Baggrundspapir til kapitel 3 - Udviklingen i handel med aktier*", publikationer, konkurrenceredegørelse, baggrundspapirer til kapitel 3, udvikling i handel med aktier, <http://www.ks.dk/service-menu/publikationer/konkurrenceredegørelse/dok-for-2006/kapitel-3-udviklingen-i-handel-med-aktier/>

Kugele, Lynn Phillips (2004): "*Best Execution - Utilizing Traditional and Electronic Venues*", Traders Magazine, 2004.

Københavns Fondsbørs (2002): "*Børsetiske Regler*", vedtaget af bestyrelsen for Københavns Fondsbørs A/S den 20. juni 2000. Senest ændret den 23. september 2002.

http://omxnordicexchange.com/digitalAssets/23/23425_Borsetiske_regler_dk.pdf

Macey, Jonathan R. and O'Hara, Maureen (1997): "*The Law and Economics of Best Execution*", Cornell University, Ithaca, New York 14853, Journal of financial intermediation 6, 188–223 (1997), article no. JF970219.

Markit.com (2008): "*Systematic Internalisers (SIs)*", hentet den 12. maj 2008, <http://www.markit.com/information/boat/systematic-internalisers.html>.

Mainelli, Michael and Yeandle, Mark (2008): "*Best Execution Compliance, New Techniques for Managing Compliance Risk*", Journal of Risk Finance, The Z/Yen Group of Companies, 2008.

Nasdaqtrader.com (2008): "Monthly Market Summary Definitions & Data Fields", Nasdaq.com, Home, Help, Market Statistic, Monthly Market Summary.

Nielsen, Lene (1995): "*Dansk Industris syn på børsreformen*", Finans/invest 4/95.

Nordea: "*Handelstyper, danske værdipapir*", onlineinvestering.nordea.dk.

NYSE (2000): "*Market Structure Report of the New York Stock Exchange Special Committee on Market Structure*", Governance and Ownership. New York, <http://www.sec.gov/rules/sro/ny9948/media/buck1.pdf>

O'Brien, William (2002): "*Best Execution and the Institutional Investor*", The journal of Portfolio management, Euromoney Institutional Investor PLC, spring 2002.

Schwartz, Robert A. and Wood, Robert A. (2003): "*Best Execution – A Candid Analysis*", The journal of Portfolio management.

Schwartz, Robert A., Sipress, Greg and Weber, Bruce W. (2008): "*Getting Best Execution – Some Lessons from Simulation Analysis*", Traders Magazine, Apr2008 Supplement, p22-24.

Swanson, Steve (2005): "*Best Execution: what does it mean to you?*", a supplement to Traders Magazine, marts 2005, Vol. 18, p24-25.

Søby, Helle (2007): "*Børser – dinosaurer i meteorregn*", Kapital Nyt, Finansrådets nyhedsbrev nr. 7. november 2007.

TAG (2008): TAG – The Leader in Best Execution Analysis For Over 10 Years, <http://www.tagaudit.eu/tageu.pdf>.

Thygesen, Helle Søby: "*Børser – dinosaurer i meteorregn*", Kapital nyt - Finansrådets nyhedsbrev nr. 7, november 2007

Täby, Mette (1995): "*Børsreform og investor beskyttelse*", Finans/invest 4/95.

Wagner, Wayne H. and Edwards, Mark (1993): "*Best Execution*", Financial Analysts Journal, Jan/Feb93, Vol. 49 Issue 1, p65-71.

Wagner, Wayne H. (2005): "*Achieving best execution in securities markets*", Journal of Financial Transformation, September 2005, iss. 14, pp. 31-39.

Wu, Simon (2007): "*Securities markets – A Single Measure for Best Execution*", Insights, Volume 21, number 1, January 2007.

Økonomi- og erhvervsministeriet (1999): “*Udviklingen i den finansielle sektor - delrapport nr. 3 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000*”, Økonomi- og erhvervsministeriet 2000.

Andet materiale:

Samtale med Juri Cetti (Director and head of equity sales in Nordea Market Denmark).

Bekendtgørelser:

Bekendtgørelse nr. 213 5/3/2007,
<http://195.184.36.35/AttachedFiles/%7Bf35d694a-743d-48da-970a-c794684540e9%7D.%7B1a6e3a0d-2703-4441-bf5a-c77a807d703e%7D.BEK%20213%20af%205%20marts%202007.pdf>

Eur.Lex; Official Journal of the European Union (2006): “COMMISSION DIRECTIVE 2006/73/EC of 10 August 2006”,
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0058:EN:PDF>

Bilag 1: Handelsformer

Handlerne kan deles op i tre forskellige former²⁶⁸

- Block trades
- Non-Block trades
- Total trades

Block trades er handler over 10.000 aktier.

Non-Block trades er handler under 10.000 aktier.

Total trades er alle handler, dvs. inklusiv Block- og Non-Block trades.

Man kan finde opdelingen i disse tre kategorier på de forskellige handelspladser, hvor de bliver opgivet i statistikker. Block trades bliver også opgivet som en procentdel af de total handler, og ligeledes bliver block-volumen opgivet som en procentdel af total volumen.

²⁶⁸ Kilde: Nasdaqtrader.com (2008): "Monthly Market Summary Definitions & Data Fields".

Bilag 2: Definitionen af et likvidt marked

Likvidt marked

Forskellige investorer har forskellige holdninger til børserne rundt omkring i verden. F.eks. hører besøgende på NYSE, ofte at dette børsmarked er det *bedste* marked af alle de markeder, som er mulige. Her referer det bedste marked oftest til det bedst likvide marked, men det hentyder ligeledes til at have en evne til hurtigt at kunne tilpasse sig skiftende markedsforhold, samt involverer sig i bedre mekanismer i takt med at ny teknologi, og nye investorer kommer til.²⁶⁹

For at et marked er likvidt, kræves det, at markedet er præget af et stort antal af købere og sælgere, der har forskellige opfattelser af, hvad formålet er med investeringen og har forskellig niveau af information samt har forskellige holdninger til hvor meget risiko, de er villig til at tage.

Ligeledes kræver et likvid marked, at der er fornuftige omkostninger forbundet med en handel, eftersom høje handelsomkostninger kan destruere et likvidt marked, da investorerne da ikke vil handle. Desuden spiller markedsintegritet ind, da en investor som modtager en god behandling ofte vil handle samme sted igen.

Alt i alt forstærker lave omkostninger, beliggenhed, forskellighed, integritet og helligheden af en handelskontakt, hvordan købere og sælgere af værdipapir har det med hinanden.²⁷⁰

Grunden til at aktiemarkeder eksisterer, er fordi, der er investorer, som ønsker at handle. Groft kan investorerne inddeles i følgende to kategorier:

- De likvid-motiverende investorer, også kaldet de passive traders og
- Informations-motiverende investorer, også kaldet de aktive traders.

Forskellen på disse to investortyper er, at de likvid-motiverende investorer bekymre sig mere om omkostningerne forbundet med handlerne, hvor de informations-motiverende investorer for det meste bruger markedsordrer, og de forventer, at market-makers leverer *bridge* likviditet. Dette er fordi, de ofte handler i store blocks i forhold til de likvid-motiverende investorer, og de følger også oftest med markedet, end de likvid-motiverende investorer gør.²⁷¹

²⁶⁹ Wagner, Wayne H. (1989): "The complete guide to Securities Transactions", s. 111.

²⁷⁰ Wagner, Wayne H. (1989): "The complete guide to Securities Transactions", s. 111.

²⁷¹ Wagner, Wayne H. (1989): "The complete guide to Securities Transactions", s. 116.

Bilag 3: Orchestrating liquidity

Likviditet koster. Det er ikke givet, at en trader har uanet adgang til likviditet. *Orchestrating liquidity* (organisering af likviditet) er et begreb, som tradere bruger. Organisering af likviditet vil sige, at de finder en pris, der vil sikre, at handlen bliver gennemført, og det er der to måder at gøre på.

Den første måde er ved, at traderen kan tilbyde at betale for omgående likviditet, hvilket betyder, at hun skal betale en høj pris. Den anden metode går ud på, at traderen kan forsøge at samle aktier sammen, gennem den naturlige opgang og nedgang af markedet.²⁷² Hver af disse metoder har nogle ulemper.

En af ulemperne kunne være i tilfælde af, at en trader bruger opgang og nedgang metoden, da vil aktierne måske gå imod hende, før hun har mulighed for at gennemføre handlen. En anden mulighed er, hvis traderen tilbyder at betale for omgående likviditet, da vil prisen muligvis overstige værdien af hendes information.²⁷³

Derfor er det vigtigt at være god til at organisere likviditet, organisering af en transaktion (der er den før aftalte pris mellem køber og sælger), samt skabe et godt samarbejde med brokerne, da det er den eneste mulighed for at opnå best execution på, da kvaliteten ellers vil falde, og investoren vil dermed gå til traderens konkurrent.

²⁷² Wagner, Wayne H. (1993): "Best Execution", s. 66.

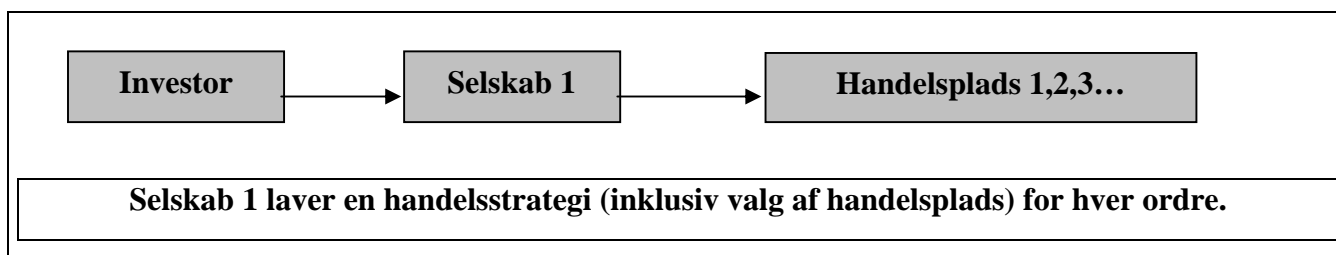
²⁷³ Wagner, Wayne H. (1993): "Best Execution", s. 66.

Bilag 4: Chain of execution

Når investeringsselskaber skal udføre best execution ordre for deres kunder, har de utallige af mulige måder at udføre ordren på. Nedenstående er der fire eksempler på *chain of execution*, som er den måde, selskaber kan administrere deres kunders portefølje eller modtage og transmittere klient ordre til udførelse på. For selvom selskaberne måske ikke selv står for udførelsen, så kan de have meget eller lidt indflydelse på udførelsen, og her er en mellemmand, et eksempel på en mellemmand som oftest slutter ordren for selskaberne.²⁷⁴

Første eksempel viser et investeringsselskab, der selv har fuld kontrol over, hvordan deres kundeordre bliver udført, det inkluderer valg af handelsplads.

Eksempel 1



Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 12.

Som det kan ses af eksempel 1, så vælger investoren det selskab, som hun ønsker skal varetage hendes portefølje, og selskabet vælger dermed den bedste handelsplads for hver af kundens ordre. Denne type af *chain of execution* er gjort på en *case-by-case* basis, f.eks. for store institutionelle ordre.²⁷⁵

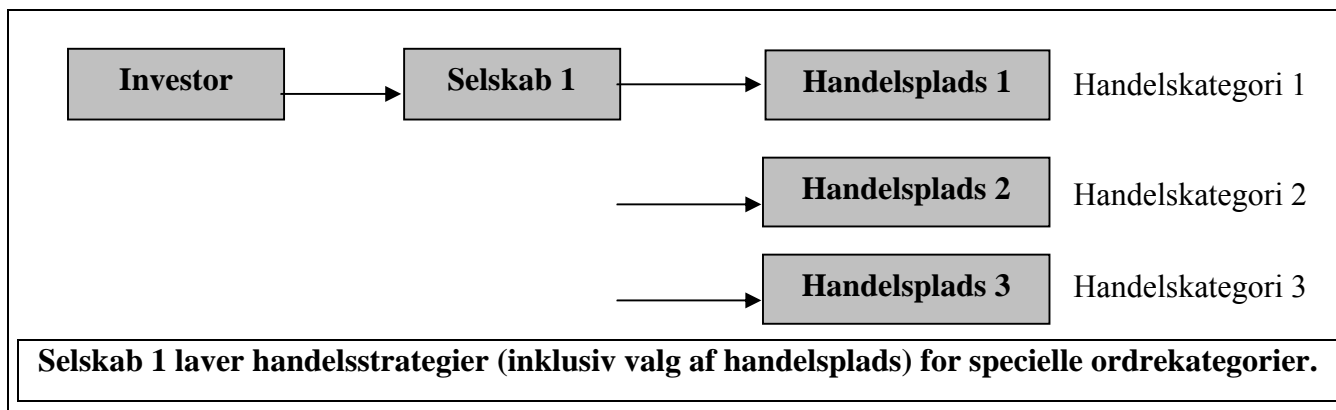
Eksempel 2 viser et investeringsselskab, der beholder fuld kontrol over, hvordan deres klienters ordre er udført, hvilket er inklusiv valg af handelsplads og muligvis handelsstrategi.²⁷⁶

²⁷⁴ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 11.

²⁷⁵ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 11.

²⁷⁶ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 12.

Eksempel 2



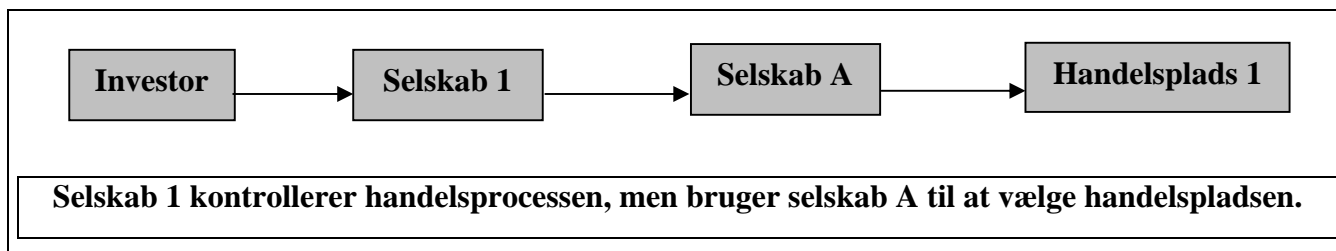
Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 12.

Som det kan ses af eksempel 2, så vælger investoren det selskab, som hun ønsker skal varetage hendes portefølje, og selskabet vælger dermed den bedste handelsplads og eventuel handelsstrategi for kundens ordre.

Denne type af *chain of execution* er mere en fast procedure end på en case-by-case basis. Her er det heller ikke altid det mest effektive at gennemføre denne procedure for hver af kundens ordre.²⁷⁷

Eksempel 3 er tilfældet, hvor investeringsselskabet vælger at splitte kontrollen over en kundens ordre med en mellemmand. Dette indebærer, at investeringsselskabet kan instruere mellemmanden i præcis, hvordan kundens ordre skal udføres, det inkluderer den specifikke handelsplads, der skal bruges på kundens vegne.²⁷⁸ Eksempel 3 bruges f.eks. i tilfælde af, at investeringsselskabet ønsker adgang til et marked, som det ikke har adgang til i forvejen. Her kan et investeringsselskab, der kun har lov til at handle på en RM, vælge et selskab der har adgang til en MHF som f.eks First North.

Eksempel 3



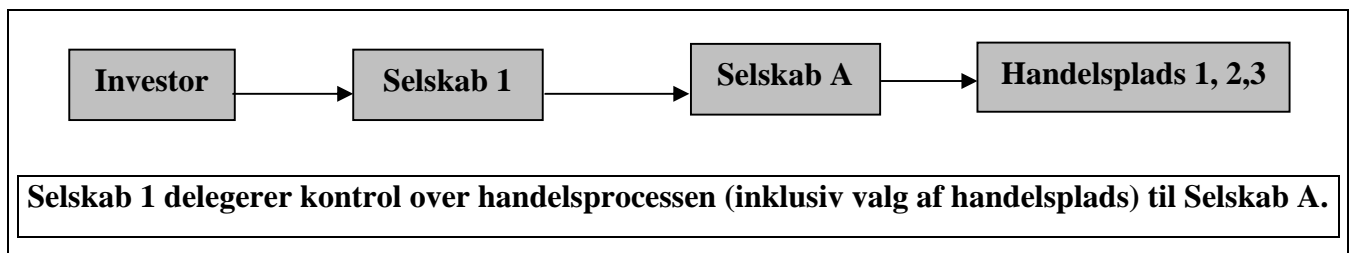
Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 13.

²⁷⁷ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 11.

²⁷⁸ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 12-13.

Eksempel 4 viser tilfældet, hvor investeringsselskabet giver betydelig eller fuld kontrol til en mellemmand. Her kan mellemmanden frit vælge, hvordan hun ønsker at udføre kundens ordre, hvilket kan være inklusiv valg af handelsstrategi og handelsplads.²⁷⁹

Eksempel 4



Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 13.

De fire ovenstående eksempler på *chain of execution* er kun fire blandt mange mulige måder, et selskab kan vælge at udføre en kundes ordre på. Selskaberne kan vælge at bruge en eller flere af disse metoder. Som det ses af eksemplerne er det derfor vigtigt, at ansvaret for kundens handel er klarlagt, så best execution kan opnås på den bedst mulige måde.

²⁷⁹ Kilde: FSA (2006): "Implementing MiFID's best execution requirements", s. 13.

Bilag 5: Værdipapirhandels definitioner

Bid price (købspris): En bid pris er den pris, en dealer er villig til at betale for et værdipapir.²⁸⁰

Ask (offer) price (salgspris): En ask pris er den pris, en dealer er villig til at tage for et værdipapir.²⁸¹

Bid-Ask (Bid/Offer) spread (Bud/Udbud): Bid-Ask spread er forskellen mellem bid prisen og ask prisen.²⁸²

Benchmark: Benchmark går ud på, at identificere den bedste måde f.eks. en handel skal præsenteres på. Dvs. finde ud af, hvordan andre selskaber har opnået lave omkostninger samtidig med en fremragende præsentation er opnået. Grunden til dette er for at forbedre selskabets konkurrencedygtighed ved at få implementeret de andre selskabers gode sider, så det pågældende selskab kan sænke deres omkostninger, samtidig med et bedre resultat kan opnås.

Problemet med benchmark er ikke benchmarking, men hvordan der kan skaffes adgang til andre selskabers information om omkostninger og fremgangsmåde.²⁸³

Broker: En broker er en mægler/veksler.

Broker-Dealer: En Broker-Dealer er et andet ord for investeringsselskab, der udfører børsmæglerfunktioner i USA. De kan handle på egen og på kundens vegne. Der skelnes i USA nemlig ikke mellem broker og dealer.

Dealer (forhandler): En person eller virksomhed der kan handle med værdipapir eller råvarer.

Dealer market: Et marked, f.eks. Nasdaq OMX, hvor dealers køber og sælger for egen beholdning.

Inter-dealer broker: Inter-dealer broker er værdipapirhandlere, der handler værdipapirer direkte på en børs, men en del af handlen foregår ofte via et telefonmarked eller en mægler.

Market maker: En market maker er et selskab, der stiller priser i både bud og udbud i et finansielt instrument.

²⁸⁰ Ross, Stephen A. et al. (2003): Fundamentals of Corporate Finance, s. 226, 6 ed., alternative ed., International edition 2003, McGraw-Hill.

²⁸¹ Ross, Stephen A. et al. (2003): Fundamentals of Corporate Finance, s. 226, 6 ed., alternative ed., International edition 2003, McGraw-Hill.

²⁸² Ross, Stephen A. et al. (2003): Fundamentals of Corporate Finance, s. 226, 6 ed., alternative ed., International edition 2003, McGraw-Hill.

²⁸³ Thompson Jr., Arthur A. et al. (2005): Crafting and Executing Strategy – The Quest for Competitive Advantage Concepts and Cases, s. 104, 14 ed., International edition 2005, McGraw-Hill.

Bilag 6: Algorithmic trading

En anden metode, som flere investeringsselskaber muligvis kan bruge for eftertiden, er Algorithmic trading.

Algorithmic trading går ud på dynamisk at måle, hvordan værdipapirer performer indtil best execution er gennemført, dvs. det er dealeren eller portefølje manageren på købs-siden, der beder om bud, ordre og allocations (splits) til deres brokers og/eller trading counterparties (kollega) via the FIX protocol.²⁸⁴ Metoden går ud på, at i stedet for at en ordre sendes ud og skal gennemføres manuelt, så ligges ordren ind i et handelssystem. Handelssystemet deler og prissætter ordren automatisk på baggrund af før aftalte algoritmer mellem kollegaer. Algorithmic trading sikrer dermed en dynamisk måling af ordren, indtil den er gennemført.²⁸⁵

Algorithmic trading er ikke særlig brugt af markedspladserne, men det kan være, at MiFID kan fremme denne tendens. For hvis alle børser tilbød automatisk udførelse af ordre, kunne der være en pseudo national marked limit ordre bog, der ville tvinge alle markedspladser til i stedet at konkurrere på faktorer, såsom gebyrer, kommission og bedre service.²⁸⁶ Dermed ville detail investoren have en bedre chance for at gennemskue priserne for en handel.

²⁸⁴ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect `Best Execution`?".

²⁸⁵ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect `Best Execution`?".

²⁸⁶ Kilde: Kirby, Anthony (2007): "How will MiFID affect `Best Execution`?".