



GROUND FROST

**Raport podsumowujący wyniki prac w zakresie
oddziaływania niesymetrycznego mechanizmu realizacji
zleceń na rentowność operacji klientów**

Dla X-Trade Brokers Dom Maklerski S.A.

Warszawa, dnia 28 marca 2018 roku

➤ Wprowadzenie

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy raport podsumowujący wyniki prac w zakresie oddziaływania niesymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń na rentowność operacji klientów dla X-Trade Brokers Dom Maklerski S.A. (dalej Spółka, Dom Maklerski lub XTB).

XTB w analizowanym okresie oferował klientom 2 rodzaje egzekucji zleceń: egzekucję typu „Market” (w której klient uzyskiwał gwarancję zawarcia transakcji, a jej realizacja następowała po bieżącej cenie rynkowej) oraz egzekucję typu „Instant” (w której klient uzyskiwał gwarancję ceny, tj. transakcja realizowana była po cenie określonej przez klienta w zleceniu lub była odrzucana (w określonych okolicznościach)). Wybierając rodzaj rachunku, klient wybierał tym samym rodzaj egzekucji zleceń, jaki go interesował. Różnica typów egzekucji była o tyle istotna, że rynki, do których dostęp inwestorom dają platformy XTB charakteryzują się bardzo wysoką zmiennością notowań (wielokrotne zmiany cen nawet w ciągu milisekund). Zlecenia typu „Instant” dawały klientom gwarancję ceny (nie egzekucji), podczas gdy zlecenia „Market” dawały klientom gwarancję egzekucji (nie ceny), tj. narażały ich na potencjalne zmiany ceny między chwilą złożenia a egzekucji zlecenia.

Do połowy 2015 roku XTB realizował zlecenia klientów przyjmując niesymetryczny mechanizm egzekucji zleceń „Instant”. W związku ze znacznymi wahaniami cen na rynkach, zlecenia realizowane przez klientów w wariantcie „Instant” były przyjmowane do realizacji z przyjętymi limitami odchylenia między ceną zleconą przez klienta a cenami rynkowymi. Innymi słowy, zlecenie było realizowane po cenie zleconej przez klienta, nawet jeżeli rzeczywista cena rynkowa w momencie realizacji tego zlecenia przez XTB była różna od ceny zleconej o wartość nie większą niż ustalony parametr. Parametry maksymalnego dozwolonego odchylenia były niesymetryczne, co oznaczało że zlecenie pozostawało niezrealizowane jeżeli cena rynkowa odchyliła się od ceny zleconej o ustalony procent w jedną stronę, ale ograniczenie to nie istniało w drugą stronę – zlecenie było realizowane po cenie zleconej bez względu na odchylenie. Celem istnienia tego mechanizmu była minimalizacja liczby odrzuconych zleceń klientów.

Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) zakwestionowała tę metodę rozliczenia wskazując, iż była ona szkodliwa dla klientów (choć nie była zabroniona prawnie), przedstawione jednak przez KNF analizy zawierały uproszczenia sprawiające, iż rzeczywisty wpływ asymetrii realizacji zleceń nie został całościowo oceniony. Naszym zadaniem było określenie, czy istotnie asymetryczny sposób realizacji zleceń przyczynił się do powstania strat u klientów XTB w okresie stosowania tego mechanizmu.



Część 1

STRESZCZENIE DLA KIEROWNICTWA



➤ Streszczenie dla kierownictwa

Przeprowadziliśmy szereg analiz związanych ze stosowaniem przez XTB mechanizmu asymetrycznej realizacji zleceń „Instant” oraz zbadaliśmy kwestię czasu egzekucji zleceń, tj. okresu między złożeniem zleceń przez klientów a ich realizacją na dwóch platformach prowadzonych przez XTB (MetaTrader i xStation). Celem naszych analiz było określenie, czy sposób działania XTB mógł narażać jej klientów na szkody.

1. Analiza danych transakcyjnych

Pierwszy z rodzajów naszych analiz polegał na sprawdzeniu wpływu asymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń „Instant” na zyskowność transakcji zawieranych przez klientów. W ramach tych prac dokonaliśmy analizy danych transakcyjnych w okresie od 1 stycznia 2014 do 31 grudnia 2016 roku w celu określenia, czy asymetryczny mechanizm realizacji zleceń posiadaczy rachunków powodował powstawanie strat po stronie posiadaczy rachunków w XTB.

W tym celu przeprowadziliśmy 3 rodzaje analiz mających doprowadzić do możliwości wyciągnięcia wniosków w zakresie kwestii postawionej powyżej:

- Analiza 1 porównywała osiągnięcie zysku lub strat (traktowanych zerojedynkowo) oraz rentowności (traktowanej jako stosunek zysku lub straty do sumy sprzedanych instrumentów) osiągniętych rzeczywiście na danych instrumentach przez danych posiadaczy rachunków do hipotetycznych wartości tych parametrów, które byłyby osiągnięte, gdyby nie stosowano asymetrycznego mechanizmu zawierania transakcji, ale jednocześnie nie zmieniły się żadne inne parametry transakcji.
- Analiza 2 porównywała rzeczywiście osiągnięte zyski/straty i rentowności na poszczególnych instrumentach dla poszczególnych posiadaczy rachunków w dwóch okresach – w okresie stosowania asymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń oraz w okresie stosowania symetrii.
- Analiza 3 porównywała rzeczywiście osiągnięte zyski/straty i rentowności na poszczególnych instrumentach do hipotetycznej sytuacji realizacji tych samych zleceń, ale po cenach rynkowych.



➤ Streszczenie dla kierownictwa (cd.)

Każda z analiz przeprowadzona została dla jednostki rozrachunkowej, którą był ogół transakcji na jednym instrumencie w jednym rachunku klienta (nazywany w raporcie obrotem lub pozycją).

Przeprowadzenie tych analiz pozwoliło nam na wyciągnięcie poniższych wniosków:

- Przy rozpatrywaniu całościowym wykorzystania asymetrycznej realizacji zleceń (Analiza 1), wniosek, iż asymetria powodowała kupowanie instrumentów po cenach niekorzystnie odchylnych od cen rynkowych (z punktu widzenia klienta) i przez to powodowała ich straty jest nieuprawniony. Asymetria przede wszystkim powodowała realizację znacznie większej liczby zleceń, przez co miała dużo bardziej złożony wpływ na zyski odnoszone przez klienta z handlu instrumentem w ogóle, a nie tylko z otwarcia lub zamknięcia określonej pozycji. Przyjmowane w ekspertyzie p. ██████████ podejście obejmujące wyliczenie hipotetycznych strat klientów przez porównanie cen zawarcia przez nich transakcji z cenami rynkowymi zawiera fundamentalny błąd w podejściu, gdyż w przypadku braku egzekucji asymetrycznej – część transakcji w ogóle nie zostałaby zawarta, co zmieniałoby skład i wartość portfela klientów i zmuszałoby ich do dokonywania kolejnych decyzji inwestycyjnych. Sytuacja sprzedaży po cenie rynkowej nie zaszłaby z samej definicji zlecenia „Instant” które jest realizowane po zadanej cenie, gdy odchylenie od niej nie przekracza ustalonej wartości lub w ogóle.
- Dokonana przez nas modelowa zmiana zakładająca hipotetyczne rozliczanie zrealizowanych już transakcji modelem symetrycznym wskazuje, że w wyniku tej operacji wyniki inwestycyjne na poszczególnych rachunkach zwiększały się lub zmniejszały – nie można w żadnym wypadku stwierdzić, iż efekt był zawsze negatywny. Wynika to właśnie z faktu, iż stosowanie modelu symetrycznego powodowałoby brak realizacji niektórych zleceń, a więc zupełnie inny skład wynikającego z transakcji portfela klientów. Nawet w przypadku średnich ogólnych wykazujących wyższą ogólną rentowność obrotu w przypadku symetrycznej realizacji zleceń, ich dezagregacja na poszczególne instrumenty wskazuje, że rentowności te niekoniecznie były wyższe dla każdego instrumentu.
- W przypadku porównania okresu ze stosowaną asymetrią do okresu po zaprzestaniu jej stosowania (Analiza 2) udział obrotów instrumentami w obu okresach zakończonych zyskiem lub stratą był praktycznie identyczny. Niewielkie różnice trudno przypisać jednemu czynnikowi, w szczególności sposobowi zawierania transakcji.



➤ Streszczenie dla kierownictwa (cd.)

- Wyniki porównania rentowności zleceń zrealizowanych z hipotetyczną ich rentownością, gdyby były zrealizowane nie po cenie ze zlecenia, ale po aktualnie kwotowanej cenie rynkowej dla zleceń „Instant” (Analiza 3) wykazały, iż w obu analizowanych okresach (tj. w okresie stosowania asymetrii i w okresie stosowania symetrii) rentowność transakcji zawieranych po cenie rynkowej dla zleceń „Instant” byłaby wyższa niż zawieranych po cenie zadanej przez klienta z gwarancją tej ceny (według zasad realizacji zleceń „Instant”). Wniosek ten nie wskazuje asymetrii jako źródła niższych zysków posiadaczy rachunków. Wynikały one raczej ze złego wyczucia rynku przez inwestorów, gdyż zlecenia były realizowane po zadanych przez nich cenach. Symetria powodowała, że transakcje odchylone od ceny rynkowej za bardzo nie były realizowane w ogóle, asymetria po prostu pozwalała inwestorom na zawarcie transakcji zgodnie ze swoimi oczekiwaniami.

Należy w tym miejscu zaznaczyć, iż inwestorzy od samego początku mieli wybór i mogli w ogóle nie zdecydować się na realizację zleceń według zadanych cen (egzekucja „Instant”). Taka możliwość istniała, gdyby wybrali formułę realizacji zleceń „Market”. Klienci jednak zdecydowali się na rachunki z egzekucją „Instant” a już ją posiadając nie rezygnowali z niej ewidentnie traktując gwarancję ceny jako wartość samą w sobie na rynku o dużej zmienności cen.

2. Analiza zachowań klientów

Następnie przeanalizowaliśmy sposób zachowania klientów, których transakcje zostały dotknięte asymetrycznym mechanizmem rozliczeń. Przyjmując założenie, iż osoby uczestniczące w transakcjach na rynkach instrumentów pochodnych są świadome swoich decyzji i wystarczająco wyedukowane, aby obsługiwać dostępne platformy, uznaliśmy, iż po zrealizowaniu transakcji w ramach asymetrycznego sposobu rozliczenia (w taki sposób, że realizacja transakcji nastąpiła po cenie istotnie różniącej się od ceny rynkowej obserwowanej przez inwestora), inwestor mógł podjąć decyzję o zaprzestaniu korzystania z usług XTB, ze względu na to, że taki sposób realizacji transakcji nie pozwalałby mu realizować swoich strategii inwestycyjnych.

Z naszej analizy wynikało, iż jedynie 12% osób kończyło korzystanie z platformy w ciągu 7 dni od daty zajścia pierwszej transakcji, której rozliczenie było dotknięte przez asymetrię (oczywiście nie jesteśmy w stanie stwierdzić, w ilu przypadkach spośród tych 12% asymetria była rzeczywistym powodem rezygnacji z usługi). Można jednak z pewnością stwierdzić, że dla 88% klientów, na których rachunkach mechanizm asymetryczny miał wpływ na realizację zlecenia – mimo tego asymetrycznego sposobu rozliczania transakcji, nadal korzystali oni z platform XTB, a więc uważali, iż gwarancja ceny egzekucji jest wystarczającą wartością dla inwestora.

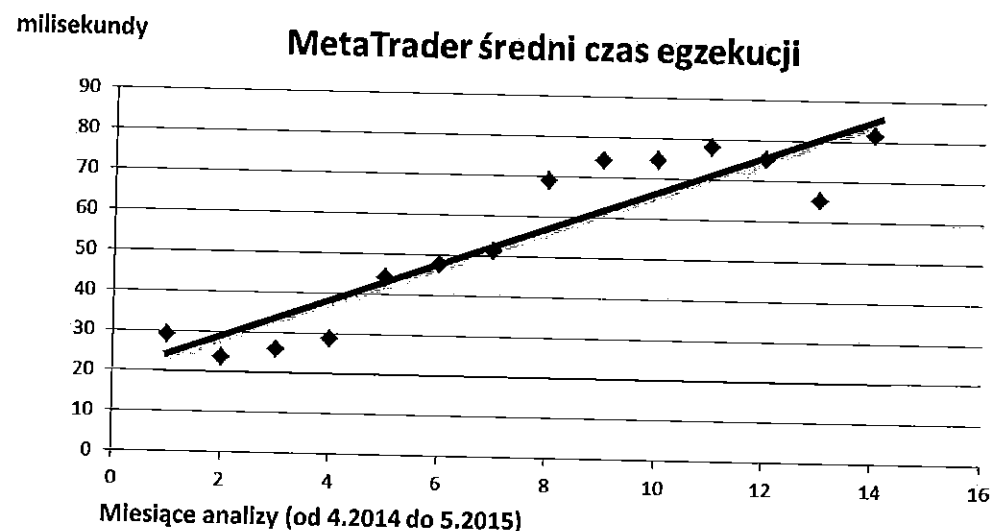
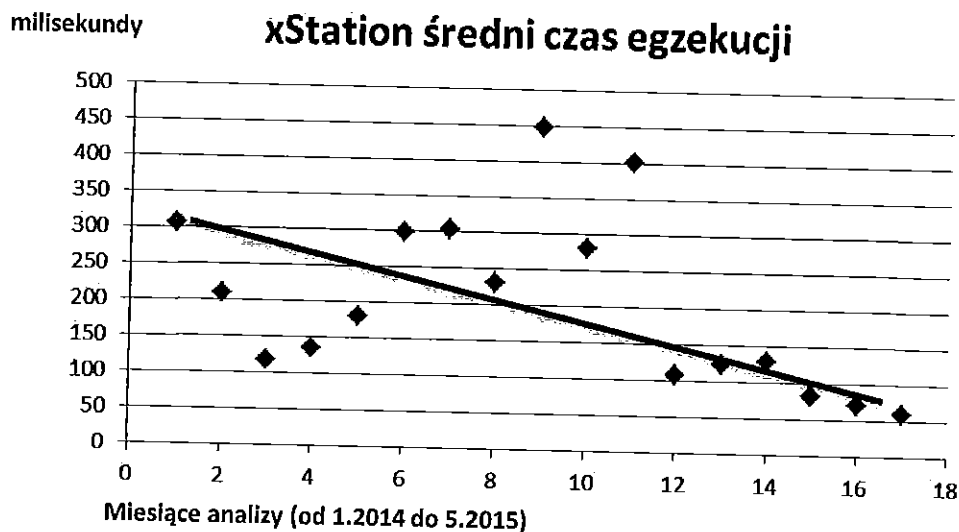


➤ Streszczenie dla kierownictwa (cd.)

3. Analiza czasu egzekucji transakcji

W ramach naszych prac przeanalizowaliśmy również czas egzekucji, tj. okres pomiędzy momentem złożenia zlecenia transakcyjnego, a momentem jego zrealizowania. Ze względu na częste wahania cen na rynkach instrumentów pochodnych, dłuższe czasy egzekucji zwiększają ryzyko inwestycyjne klientów, gdyż nie są oni pewni ceny, po jakiej zostanie zawarta transakcja lub nie są pewni samego jej zawarcia.

Przeprowadzone przez nas analizy wskazały, iż klienci XTB dokonujący operacji przez platformę MetaTrader mieli jedne z najniższych na rynku czasów realizacji zleceń. Najniższe były średnie wartości ogólne. Wartości średnie dla poszczególnych instrumentów nie odbiegały od nich znacząco. Mediana czasów realizacji wynosiła 16 milisekund, a zdecydowana większość transakcji realizowana była w czasie od 0 do 19 milisekund. Konkurenci XTB jeszcze wiele lat po analizowanym okresie (analizie podlegał okres lat 2014-2015) mieli trudności z osiągnięciem takich wyników.



Część 5

WNIOSKI Z PRZEPROWADZONYCH ANALIZ ZYSKOWNOŚCI TRANSAKCJI



➤ Wnioski z analiz

Punktem wyjścia naszych analiz było określenie jednostki rozrachunkowej, czyli punktu odniesienia, dla którego analizowaliśmy zyski i rentowności osiągnięte przez klientów. Naszą jednostką rozrachunkową był ogół transakcji na jednym instrumencie w jednym portfelu (nazywany w raporcie obrotem lub pozycją).

Przeprowadzone analizy koncentrowały się na 3 obszarach:

- Analiza 1 porównywała osiągnięcie przez inwestorów zysku lub straty (traktowanych zerojedynkowo) oraz rentowności (traktowanej jako stosunek zysku lub straty do sumy sprzedanych instrumentów) osiągniętych rzeczywiście na danych instrumentach przez danych posiadaczy rachunków do hipotetycznych wartości tych parametrów, które byłyby osiągnięte, gdyby nie stosowano asymetrycznego mechanizmu zawierania transakcji, ale jednocześnie nie zmieniły się żadne inne parametry transakcji.
- Analiza 2 porównywała rzeczywiście osiągnięte przez inwestorów zyski/straty i rentowności na poszczególnych instrumentach dla poszczególnych posiadaczy rachunków w dwóch okresach – w okresie stosowania asymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń oraz w okresie stosowania symetrii.
- Analiza 3 porównywała rzeczywiście osiągnięte przez inwestorów zyski/straty i rentowności na poszczególnych instrumentach do hipotetycznej sytuacji realizacji tych samych zleceń, ale po cenach rynkowych.

Wnioski z przeprowadzonych analiz są następujące:

➤ Wnioski z analiz (cd.)

Analiza 1

Wyniki analizy wskazują, iż stosowanie asymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń nie było niekorzystne dla inwestorów. Jedyną konsekwencją zamiany asymetrycznego modelu egzekucji zleceń w tamtym okresie na model symetryczny byłby brak realizacji pewnych zleceń, tak więc w wyniku naszych analiz doszliśmy do wniosków, iż:

- Średnia rentowność na poszczególnych rachunkach inwestycyjnych na poszczególnych instrumentach była w rzeczywistości niższa niż byłaby w hipotetycznej sytuacji niestosowania asymetrii o 0,0308%;
- Zmiana średniej rentowności wynikałaby z przesunięcia transakcji, które w rzeczywistości znalazły się w środkowym przedziale rentowności (od -0,5% do 0,5%) w kierunku rentowności bardziej ekstremalnych, co głównie byłoby związane z założeniem braku podejmowania innych działań przez posiadaczy rachunków, w wyniku czego instrumenty pozostawały w portfelu przez dłuższy czas i na koniec były wyceniane po cenie z dnia ostatniej zawartej transakcji. Oznacza to jednak, że dla posiadaczy rachunków korzystniejsza jest wolniejsza niż szybsza rotacja portfela (albo że częste obracanie instrumentami nie przynosiło inwestorom zysków, a więc świadczyło raczej o błędach w ich strategiach inwestycyjnych), a nie wskazuje, iż asymetria jest czynnikiem odpowiedzialnym za gorsze wyniki inwestycyjne;
- Liczba transakcji zakończonych zyskiem lub stratą pozostałaby zasadniczo taka sama;
- W przypadku rentowności zawartych transakcji analizowanych per instrument występowała znacząca zmienność - niektóre instrumenty wykazywały lepszą rentowność w przypadku braku asymetrii, dla innych odwrotnie – brak asymetrii pogarszał rentowność.

Wyniki Analizy 1 wskazują, iż stosowanie mechanizmu asymetrycznego nie prowadziło do powstawania strat u posiadaczy rachunków. Obserwowane wyniki ich inwestycji wskazują, że ich zachowania inwestycyjne zostały dopasowane do asymetrii a wyniki inwestycyjne nie różniły się znacząco od wyników, które byłyby osiągnięte bez niej.



➤ Wnioski z analiz (cd.)

Analiza 2

Po wprowadzeniu standardowego symetrycznego mechanizmu realizacji zleceń nie zaszła żadna zmiana w udziale instrumentów, na których posiadacze rachunków odnosili zyski lub straty w stosunku do ogólnej liczby instrumentów. Struktura zysków i strat pozostała dokładnie taka sama.

Osiągane rentowności były różne, jednak wynikało to głównie z innych zmian zachodzących na rynku i wśród klientów XTB. Średnia rentowność wszystkich instrumentów u klientów była niższa w okresie symetrycznego rozliczania zleceń, po raz kolejny potwierdzając, iż asymetria sama w sobie nie powoduje powstawania strat u klientów.

Rentowności na poszczególnych instrumentach kształtowały się zupełnie odmiennie – zanotowaliśmy różnice w obie strony.

Analiza 2 również nie wskazuje więc, aby czynnik sposobu realizacji zleceń był czynnikiem nie tylko decydującym, ale w ogóle mającym znaczący wpływ na zyski i rentowności osiągnane przez posiadaczy rachunków.



➤ Wnioski z analiz (cd.)

Analiza 3

Analiza 3 miała za zadanie określenie, czy różnica między rentownością transakcji zawieranych po cenie rynkowej dostępnej dla inwestorów realizujących zlecenia w formule instant a zawieranych po cenach z ich zleceń rośnie po wyeliminowaniu asymetrii, a jeżeli tak, to czy dzieje się to ze względu na asymetrię.

Wyniki tej analizy wskazały, iż w obu analizowanych okresach rentowność transakcji zawieranych po cenie dostępnej na rynku instant* byłaby wyższa niż zawartych według cen ze zleceń. Różnica ta była wyższa w okresie stosowania asymetrii, więcej transakcji wykazywałoby wyższy zysk w tym okresie, gdyby były zawarte po cenie dostępnej na rynku instant.

Tu jednak należy również zwrócić uwagę, iż ten wniosek nie wskazuje asymetrii jako źródła niższych zysków posiadaczy rachunków. Wynikały one raczej ze złego wycucia rynku przez te osoby, gdyż zlecenia były realizowane po zadanych przez nie cenach. Symetria powodowała, że transakcje odchylone od ceny rynkowej za bardzo nie były realizowane w ogóle, asymetria po prostu pozwalała inwestorom na zawarcie transakcji zgodnie ze swoimi oczekiwaniami.

Ten wniosek jest prawdziwy również dla okresu stosowania symetrii – hipotetyczne wyniki na instrumentach przy założeniu realizacji transakcji po cenach rynkowych były (zwykle) wyższe od wyników realizowanych według cen podanych przez klientów. To posiadacze rachunków są więc odpowiedzialni za ponoszone przez siebie wyniki inwestycyjne i błędne rozpoznanie trendów rynkowych. W każdym bowiem scenariuszu realizowanie zleceń po cenie rynkowej umożliwiałoby posiadaczom rachunków odnoszenie większych zysków lub minimalizację strat.

Nawet więc jeżeli zyski poszczególnych posiadaczy rachunków były niższe bądź straty wyższe, różnica ta nie spełniała definicji straty, gdyż takich ewentualnych uszczerbków posiadacze rachunków nie doznali wbrew swej woli.

* cena dostępna dla uczestników rynku instant to cena kwotowana w danej chwili dla osób posiadających rachunki umożliwiające składanie zleceń instant. Jest ona pochodną ceny ukształtowanej na rynku z uwzględnieniem marży (spreadu) brokera umożliwiającego dostęp do tego rynku specyficznej dla danego typu rachunków.



➤ Wnioski z przeprowadzonych analiz

Czasy realizacji zleceń przez XTB były znacząco niższe niż wśród konkurentów.

1. Zlecenia realizowane przez platformę MetaTrader realizowane były (w analizowanym okresie) w czasie od 23,58 do 81,39 milisekund podczas gdy inne domy maklerskie jeszcze w roku 2017 deklarowały czasy realizacji na poziomie średnim od 42 do 634 milisekund.
2. Zlecenia realizowane przez platformę xStation obarczone były wyższymi czasami realizacji (od 59,86 milisekund do 449,15 milisekund), jednak nawet one mieściły się w widełkach osiągniętych przez konkurencyjne domy maklerskie 2,5 roku później.

Widać, iż czasy realizacji transakcji zmniejszają się w czasie. Nie zauważyliśmy znaczących różnic w tych czasach pomiędzy instrumentami (z wyjątkiem platformy MetaTrader, na której transakcje akcjami charakteryzują się dłuższym czasem realizacji (od 800 milisekund) niż transakcje innymi instrumentami – jednak liczba takich transakcji wśród uczestników rynku jest znikoma).

Analiza kumulatywnych procentów czasów realizacji transakcji wskazuje, iż w okresie analizy, czyli w latach 2014 – 2015 94,4% zleceń realizowanych było w czasie nie większym niż 250 milisekund przez platformę xStation. Dla platformy MetaTrader ten udział wyniósł 96,8%.

Jednocześnie 97,7% transakcji na platformie xStation i 96,9% transakcji na platformie MetaTrader realizowanych było w czasie nie większym niż 500 milisekund.

Wartości te nie odbiegały od wartości deklarowanych przez konkurentów wiele lat później, a więc należy przyjąć, iż w latach 2014-2015 XTB było liderem w zakresie niewielkich czasów pomiędzy czasem złożenia a realizacją zlecenia.