



Ocena mechanizmu transakcyjnego XTB

Raport końcowy

Streszczenie menedżerskie

X-Trade Brokers DM SA (zwany dalej "XTB") jest polskim brokerem internetowym rynku Forex i CfD, którego działalność jest regulowana i nadzorowana przez odpowiednie organy na rynkach, na których działa, w tym w krajach UE, gdzie XTB operuje na w oparciu o zasadę jednolitego europejskiego paszportu. Dwie stosowane przez XTB praktyki są obecnie badane przez KNF (zwany dalej także „Nadzorcą”): 1) asymetryczny mechanizm transakcyjny stosowany do zleceń typu instant w okresie pomiędzy 01.01.2014 a 31.05.2015, 2) dodatkowa kontrola ceny stosowana w przypadku grupy klientów (posiadających rachunki wykorzystujące niedoskonałości w systemie transakcyjnym) w celu potwierdzenia, czy cena zlecenia pozostała ceną rynkową w krótkim odstępie czasu po złożeniu zlecenia, co prowadziło do wydłużenia czasu realizacji zlecenia. W niniejszym raporcie badamy obie praktyki i przeglądamy argumentację, którą Nadzorca wykorzystuje w badaniu obu praktyk.

- Przeanalizowaliśmy argumentację stwierdzającą, że mechanizm asymetryczny jest niezgodny z najlepszym interesem klienta i doszliśmy do następujących wniosków:
 - Metoda zastosowana przez Nadzorcę nie uwzględnia rzeczywistego wpływu mechanizm asymetrycznego na sytuację klienta, ponieważ Nadzorca rozpatruje tylko jeden punkt w czasie (np. nie bierze pod uwagę tego, co stałoby się w mechanizmie symetrycznym, gdzie zamówienie początkowo zostałoby odrzucone i najprawdopodobniej ponownie złożone)
 - Dzięki zbadaniu udziału zyskownych zleceń w sumie zleceń użytego tutaj jako wskaźnik rentowności, dochodzimy do wniosku, że mechanizm asymetryczny nie miał istotnego wpływu na rentowność klientów. Udział zyskownych transakcji dla zleceń, które zostałyby odrzucone gdyby stosowano mechanizm symetryczny, jest nieznacznie wyższy w porównaniu do udziału zyskownych transakcji dla zleceń, które zostałyby zaakceptowane gdyby stosowano mechanizm symetryczny – różnica jest istotna statystycznie.
 - Ponadto, straty klientów spowodowane niewykonywaniem niektórych zleceń w mechanizmie symetrycznym (co nazywamy również utratą natychmiastowości) nie zostały uwzględnione przez Nadzorcę. Wykonanie zlecenia bez opóźnień spowodowanych początkowym odrzuceniem zlecenia jest często wartością dla klienta. Można oczekiwać, że wartość natychmiastowości była zwykle wyższa właśnie w okresach, w których zlecenia są odrzucane, bo w takich okresach panuje wyższa zmienność.
- Przeanalizowaliśmy argumentację opracowaną w celu stwierdzenia, że nałożona polityka dodatkowej kontroli cen jest niezgodna z najlepszym interesem klienta, i doszliśmy do następujących wniosków:
 - Nałożona dodatkowa kontrola cen jest stosowana w celu ograniczenia możliwości skorzystania z różnic cenowych między ceną oferowaną przez XTB a rzeczywistą ceną rynkową, wykorzystywanej systematycznie przez niektórych klientów
 - Ogólnie rzecz biorąc, średni czas realizacji zleceń przez XTB (z dodatkową kontrolą ceny i bez niej) był niższy niż czas realizacji u innych brokerów (0,1 s w XTB w latach 2014-2015 w porównaniu z 0,3 s u innych brokerów w 2017 r.)
 - Nałożona dodatkowa kontrola ceny ma istotny wpływ na czas realizacji zleceń i sprawiła, że zlecenia klientów wykonywane były w czasie ~ 1,1 s dłuższym. Jednak po zastosowaniu udziału zyskownych transakcji w całkowitej liczbie zleceń jako wskaźnika rentowności nie znajdujemy związku między dodatkowymi kontrolami cen a rentownością, co sugeruje, że nie wpłynęły one na rentowność klientów.

- Na końcu przeanalizowaliśmy istnienie dodatkowej kontroli cen nałożonej na zestaw kont spornych dostarczonych przez XTB. W odniesieniu do tych rachunków ogólny czas realizacji był zgodny ze średnią dla rachunków bez dodatkowej kontroli cen, co sugeruje, że nie nałożono żadnego dodatkowego mechanizmu kontroli cen. Tylko w jednym tygodniu można zaobserwować ponadprzeciętnie wysoki czas realizacji zleceń (tydzień rozpoczęty 26.05.2015), który był spowodowany względami technicznymi.

4. Ocena zarzutów odnoszących się do mechanizmu asymetrycznego

4.1 Wprowadzenie

Nadzorca twierdził, że XTB działało wbrew najlepszym interesom swoich klientów poprzez stosowanie asymetrycznego mechanizmu realizacji zleceń instant. W celu udowodnienia swoich racji Nadzorca policzył Fluktuację zleceń. Fluktuację tę uważa za stratę lub zysk klienta (zob. wyżej). Ponieważ XTB odrzuca zlecenie instant, gdy fluktuacja przekracza margines odchylenia, nie wszystkie zlecenia są wykonywane. Dopóki broker odrzuca zlecenia z identycznym marginesem odchylenia na korzyść i niekorzyść brokera, Nadzorca uznaje praktykę odrzuceń za prawidłową. Jednak w przypadku, gdy zlecenia z pewną fluktuacją na niekorzyść klienta są wykonywane, a z taką samą fluktuacją na korzyść dla klienta – odrzucane, Nadzorca uznaje takie postępowanie za szkodliwe dla klienta.

4.2 Wnioski

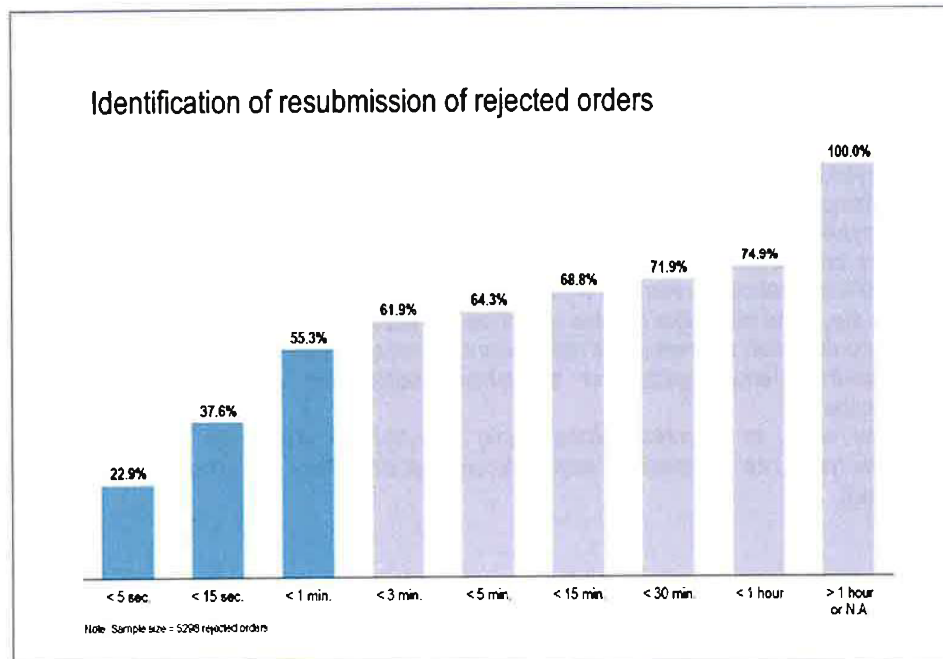
Uważamy, że metoda zastosowana przez Nadzorcę do ilościowego określenia strat klienta nie uwzględnia faktycznego wpływu zmiany mechanizmu na rentowność i jako taka nie prowadzi do określenia rzeczywistego znaczenia mechanizmu dla klienta (patrz punkt 4.2.1). Podejście Nadzorcy uwzględnia sytuację tylko w jednym punkcie czasu (podczas gdy handel jest procesem dynamicznym), zaś metoda użyta w obliczeniach (oparta na przekonaniu, że klient „traci” fluktuację) nie odzwierciedla tego, co stałoby się w przypadku stosowania mechanizmu symetrycznego (gdy zlecenie zostałoby odrzucone). Ponadto, badając zlecenia, które zostałyby odrzucone w mechanizmie symetrycznym, ale zostały zaakceptowane w mechanizmie asymetrycznym, widzimy, że udział pozycji dochodowych w takich zleceniach jest nieznacznie (choć statystycznie istotnie) wyższy (patrz poniżej, 4.2.2) niż w zleceniach, które zostałyby wykonane tylko w mechanizmie asymetrycznym. Oznacza to, że prawdopodobieństwo odniesienia straty jest nieco wyższe w mechanizmie symetrycznym. Na koniec twierdzimy, że metoda zastosowana przez Nadzorcę nie uwzględnia strat klienta związanych z niewykonywaniem zleceń (por. poniżej, 4.2.3). Klient składający zlecenie instant poszukuje natychmiastowości, a w symetrycznym mechanizmie niektóre jego zlecenia wykonywane w mechanizmie asymetrycznym byłyby odrzucane. Z tych powodów uważamy, że alternatywne podejście, które uwzględnia pełną dynamikę odrzuceń i ponownych zleceń, powinno zostać wykorzystane do ponownego przeanalizowania wniosków Nadzorcy poprzez porównanie danych uzyskanych w okresie stosowania mechanizmu asymetrycznego z danymi uzyskanymi w okresie stosowania mechanizmu symetrycznego.

4.2.1 Odzwierciedlenie wpływu na dochodowość

Analiza przeprowadzona przez Nadzorcę nie pozwala na porównanie rentowności scenariusza bazowego (stosowanie mechanizmu asymetrycznego) ze scenariuszem alternatywnym (stosowanie mechanizmu symetrycznego).

- W obliczeniach przeprowadzonych przez Nadzorcę zakłada się milcząco, że klienci otwierają swoją pozycję, kiedy składają zlecenie, po czym natychmiast ją zamykają po cenie rynkowej.

- Jednak w celu uzyskania realistycznego obrazu sytuacji, scenariusz bazowy (mechanizm asymetryczny) należy porównać z realistycznym scenariuszem alternatywnym (mechanizmem symetrycznym). W realistycznym scenariuszu alternatywnym zlecenie zostanie odrzucone, przez co klient będzie musiał złożyć je ponownie. W związku z tym nie uzyska automatycznie zysku równego fluktuacji lub większego.
- Analizując zestaw danych odrzuconych zamówień, znaleźliśmy mocne dowody na to, że zlecenia są składane ponownie po ich odrzuceniu. W przypadku odrzuconych zleceń, w zbiorze danych dotyczących wykonanych zleceń dało się zidentyfikować identyczne zlecenie złożone w ciągu 1 minuty od pierwszego odrzucenia w ponad 55% przypadków odrzuceń. Szczegółowy opis metodologii tej analizy znajduje się w Załączniku A



Rysunek 11: Różnica czasowa pomiędzy odrzuceniem a złożeniem identycznego, przyjętego zlecenia [udział narastająco] (Źródło: XTB, Roland Berger)

- Nie można jednak porównywać zleceń, które zostałyby odrzucone w przypadku stosowania mechanizmu symetrycznego, ze zleceniami złożonymi ponownie (te ostatnie nie istnieją, więc nie ma odpowiednich danych). W związku z tym w ocenie obu mechanizmów można polegać jedynie na pośrednim porównaniu okresu stosowania mechanizmu asymetrycznego i okresu stosowania mechanizmu symetrycznego. Identyfikacja strukturalnej różnicy w dochodowości pozycji pomiędzy tymi dwoma okresami umożliwiłaby ocenę, czy interes klientów został naruszony poprzez stosowanie określonego mechanizmu. W tym kontekście należy podkreślić, że porównanie dwóch okresów powinno odbywać się w bardzo ostrożny sposób, aby wykluczyć inne czynniki potencjalnie wpływające na wyniki (różnice w zmienności, wielkości transakcji i zmianach cen). Jednakże przy założeniu, że porównuje się okresy czasu o podobnych cechach, analiza *ceteris paribus* może naszym zdaniem

odpowiedzieć na pytanie o wpływ stosowanego mechanizmu wykonywania zleceń na zysk/ stratę klienta.

- W związku z tym uważamy, że metoda zastosowana przez Nadzorcę do obliczenia strat klientów pomija dynamiczny charakter handlu i w tym sensie nie daje pełnego obrazu wpływu zmiany mechanizmu realizacji zleceń na interes klienta.

4.2.2

[REDACTED]

[REDACTED]

5. Opinia o zarzutach dotyczących dodatkowej kontroli ceny

5.1 Wprowadzenie

Nadzorca twierdzi, że XTB działało wbrew najlepszym interesom swoich klientów poprzez zastosowanie polityki dodatkowej kontroli cen, tj. poprzez sztuczne wydłużenie czasu realizacji zleceń złożonych przez klientów podejrzanych o korzystanie z niedoskonałości systemu transakcyjnego XTB. Nadzorca uważa, że narzucona dodatkowa kontrola cen zwiększała straty klientów.

5.2 Wnioski

Ustaliliśmy, że średni czas realizacji zleceń klientów XTB (dla łącznego zbioru zleceń z dodatkową kontrolą cen i bez niej) jest znacznie niższy niż czas realizacji u wybranych konkurentów. Pokazujemy, że wpływ narzuconej dodatkowej kontroli ceny na czas wykonania jest znaczny – średni czas realizacji wzrasta o 1095 milisekund (średnia z 121 milisekund wzrasta do 1216 milisekund). Nie znajdujemy jednak dowodów na związek między czasem realizacji a zyskami. W związku z tym narzucona dodatkowa kontrola ceny mogła ograniczyć możliwości korzystania z niedoskonałości systemu transakcyjnego XTB przez niektórych klientów, ale nie doprowadziła do niższych zysków.

Ustaliliśmy również, że w przypadku zakwestionowanych kont czas realizacji był, co do zasady niższy niż dla rachunków nieobjętych dodatkową kontrolą ceny. Wyjątek można zaobserwować jedynie w pojedynczym tygodniu, kiedy czas realizacji był zawyżony z powodów technicznych.

5.2.1

[Redacted content]

[Redacted content]