

# OPINIA SPECJALISTYCZNA

**z zakresu badań:** rynków finansowych

**do umowy** z dnia 10 sierpnia 2018 roku zawartej pomiędzy Zamawiającym a Wykonawcą

**Zamawiający:** X-Trade Brokers Dom Maklerski SA z siedzibą w Warszawie przy ulicy Ogrodowej 58, 00-876 Warszawa, zarejestrowana w rejestrze przedsiębiorców prowadzonym przez Sąd Rejonowy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000217580, NIP: 5272443955

**Wykonawca:** dr hab. Sebastian Majewski, prof. nadzw. Uniwersytetu Szczecińskiego zatrudniony w Katedrze Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych, Instytut Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego; zamieszkały [REDAKTOWANE]  
[REDAKTOWANE]

dr Roman Asyngier, zatrudniony na Uniwersytecie Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie w Zakładzie Rynków Finansowych Wydziału Ekonomicznego UMCS, biegły sądowy ustanowiony przez Prezesa Sądu Okręgowego w Lublinie z zakresie „Giełdy i obrotu instrumentami finansowymi”; zamieszkały w [REDAKTOWANE]  
[REDAKTOWANE]

**dotycząca:** prac analitycznych w zakresie analizy wpływu asymetryczności parametru *deviation* na zyskowność klientów XTB

## 1. Cel analizy

Celem analizy jest analiza ekonometryczna danych transakcyjnych wykonywanych w XTB pozwalająca na dokładniejsze poznanie zależności związanych z mechaniką transakcji instant<sup>1</sup> oraz określenie czy asymetryczny parametr *deviation* miał wpływ na zyskowność transakcji klientów XTB.

Założono następujące problemy badawcze:

1. Analiza wpływu stosowania asymetrii/symetrii przy wykonywaniu transakcji w trybie instant na zyskowność i prawdopodobieństwo zakończenia transakcji z zyskiem z perspektywy klienta, zarówno w scenariuszu pozytywnego, jak i negatywnego odchylenia względem ceny.
2. Przeprowadzenie analizy rozkładu zysków/strat wynikających z mechaniki zawierania transakcji instant, analiza miała charakter statyczny (obejmujący cały okres dostępnych danych oraz w ramach zdefiniowanych okienek czasowych – okres asymetrii i okres przejściowy), celem analizy będzie próba identyfikacji zmiany (lub jej brak) w zyskowności klientów/domu maklerskiego na przełomie wprowadzenia mechanizmu symetrii w odchyleniu od ceny.
3. Próba identyfikacji czynników systematycznych i specyficznych i ewentualnego ich wpływu na odchylenie od wartości średnich.
4. Przeprowadzenie analizy w zakresie zyskowności dla XTB stosowania symetrycznego (i asymetrycznego) parametru odchylenia od ceny.

---

<sup>1</sup> Tryb wykonania transakcji instant to taki, w którym XTB zobowiązane jest wykonać transakcję po cenie ze zlecenia klienta lub odrzucić takie zlecenie w przypadku, gdy warunki rynkowe na to nie pozwalają.

### **3. Podsumowanie**

W rezultacie przeprowadzonych analiz stwierdzono, że **nie występują żadne prawidłowości** przemawiające za stwierdzeniem, że okres asymetrii różnił się w sposób zdecydowany od okresu symetrii, a jego uwarunkowania mogły wpływać na wysokość zysku osiąganego przez klientów XTB. Stwierdzony fakt zmiany znaków parametrów stojących przy zmiennych objaśniających<sup>2</sup> przy przejściu z asymetrii na symetrię ma charakter czysto przypadkowy i dotyczy nie tylko platformy dedykowanej wyłącznie klientom XTB (xStation), ale także powszechnie stosowanej w branży platformy obrotu instrumentami finansowymi (MetaTrader 4).

Nie wykryto żadnych zależności, które mogłyby potwierdzać hipotezę, o możliwości wpływania na wyniki transakcji poprzez zewnętrzną ingerencję osób trzecich. Świadczą o tym szczegółowe wyniki analiz przeprowadzanych w odniesieniu do zależności Profit PLN a zmiennymi objaśniającymi, jak również w badaniach zyskowności transakcji odstających od średniej (tzw. „grube ogony”) oraz zależności pomiędzy Volume a parametrem Actual Deviation in PLN.

Poprzez porównanie wyników osiągniętych przez klientów na platformach MT4 i xStation stwierdzono, że ewentualne różnice, które czasami można odnaleźć w modelowaniu ekonometrycznym przeprowadzonym na bazie obserwacji transakcji klientów XTB, mają charakter przypadkowy.

---

<sup>2</sup> Znak parametru opisuje kierunek wpływu zmian badanej zmiennej na opisywane zjawisko.

## 8. Wnioski końcowe

Na podstawie przeprowadzonych analiz udzielono odpowiedzi na poniższe problemy badawcze:

1. Analiza wpływu stosowania asymetrii/symetrii przy wykonywaniu transakcji w trybie instant na zyskowność i prawdopodobieństwo zakończenia transakcji z zyskiem z perspektywy klienta, zarówno w scenariuszu pozytywnego, jak i negatywnego odchylenia względem ceny.

Wnioski z przeprowadzonych analiz nie upoważniają do stwierdzenia, że stosowanie asymetrii/symetrii przy wykorzystaniu transakcji w trybie instant wpływało na ich zyskowność z punktu widzenia klienta lub też zwiększały prawdopodobieństwo zakończenia transakcji zyskiem lub stratą. Nie ma podstaw do wnioskowania, że okres asymetrii był dla klienta niekorzystny w porównaniu z okresem symetrii. Należy pamiętać, że samo otwarcie pozycji, zarówno przy ujemnym, jak i dodatnim parametrze odchylenia w chwili zawarcia transakcji nie decyduje o ostatecznym wyniku finansowym (zysk/strata).

2. Przeprowadzenie analizy rozkładu zysków/strat wynikających z mechaniki zawierania transakcji instant, analiza miała charakter statyczny (obejmujący cały okres dostępnych danych oraz w ramach zdefiniowanych okienek czasowych – okres asymetrii i okres przejściowy), celem analizy będzie próba identyfikacji zmiany (lub jej brak) w zyskowności klientów/domu maklerskiego na przełomie wprowadzenia mechanizmu symetrii w odchyleniu od ceny.

Stwierdzono zmiany związków między zmienną objaśnianą Profit PLN oraz zmiennymi objaśniającymi, jednakże z punktu widzenia ekonometrycznego należy je uznać za losowe. Stwierdzony fakt zmiany znaków parametrów stojących przy zmiennych objaśniających przy przejściu z okresu asymetrii na symetrię mają charakter czysto przypadkowy i dotyczą nie tylko platformy xStation, ale także powszechnie stosowanej w branży platformy obrotu instrumentami finansowymi (MetaTrader 4).

3. Próba identyfikacji czynników systematycznych i specyficznych i ewentualnego ich wpływu na odchylenie od wartości średnich.

W trakcie przeprowadzonych analiz wykryto pewne zależności między zmiennymi uznanymi za objaśniające a zmienną Profit PLN a także między wolumenem obrotów a parametrem zmienności oraz w rozkładach wartości odstających dla zmiennej Profit PLN. Część z nich można uznać za systematyczne, inne zaś mają charakter przypadkowy.

- Zdecydowanie najczęściej występującą zależnością jest wpływ zmiennej SWAP PLN na zyski. Związek ten ma oczywiście charakter dodatni i w związku z tym, że potwierdził się w ponad 75% przypadków (zarówno w okresie asymetrii, jak i symetrii) możemy go uznać za systematyczny.
- Rzadziej (niewiele ponad 50% przypadków) powtarzał się wpływ zmiennej Actual Deviation in PLN na zyski. W związku z tym można go uznać za czynnik specyficzny, pojawiający się okresowo. Co równie istotne, jest to czynnik mogący zmieniać swój kierunek. Według opiniujących mogą na to mieć wpływ trendy rynkowe związane z kształtowaniem się zmiennej EUR/USD oraz DE30, których wpływu na zyski osiągniętych z transakcji nie badano (nie było to przedmiotem analiz).
- W okresie symetrii ujawniał się ujemny wpływ wolumenu obrotów (62,5% przypadków), co może stanowić czynnik specyficzny.
- W sporadycznych przypadkach pojawiała się również przyczynowość w sensie Grangera w odniesieniu do zmiennych Profit PLN/Actual Deviation in PLN oraz Volume/Actual Deviation PLN. Czynnik ten można uznać za okresowy.
- Sporadycznie (ze zmiennym kierunkiem) występują również związki między wolumenem obrotów (Volume) oraz zmiennością (Actual Deviation in PLN). Oznacza to, że nie można wykorzystywać występowania tego typu zależności do budowania strategii inwestycyjnych lub kształtowania przewagi rynkowej przez instytucjonalnych uczestników rynku.
- Niezwykle ciekawa zależność została wykryta w trakcie analizy rozkładów wartości odstających dla zmiennej Profit PLN (tzw. ogonów) – okazuje się, że w okresie symetrii paradoksalnie występują „grube ogony” w wartościach ujemnych w odróżnieniu do okresu asymetrii. To oznacza, że ekstremalne (najbardziej odstające od średnich) straty odnotowywane przez klientów

w okresie symetrii były wyższe, niż w okresie asymetrii. Gdyby przyjąć, że asymetryczny parametr Deviation może zwiększać straty klientów, należałoby spodziewać się obserwacji odwrotnej. Taką anomalię paradoksalnie można uznać za systematyczną.

4. Przeprowadzenie analizy w zakresie zyskowności dla XTB stosowania symetrycznego (i asymetrycznego) parametru odchylenia od ceny.

Specyfika transakcji wykonywanych na platformach wielostronnego obrotu instrumentami finansowymi z wykorzystaniem kontraktów na różnice (CFD) oznacza, że zyski jednej strony (klientów), są stratą strony drugiej (organizatora obrotu – w tym wypadku XTB) i na odwrót. Tym samym, analogicznie do odpowiedzi udzielonej na pierwszy problem badawczy, należy stwierdzić, że wyniki badań nie dają żadnych podstaw do stwierdzenia, że stosowanie symetrycznego i asymetrycznego parametru deviation wpływało na zyskowność transakcji dla XTB. Co istotne, nie wykryto żadnych zależności, które mogłyby uwiarygodniać hipotezę, o możliwości wpływania na wyniki transakcji poprzez organizatora i dostawcy technologii obrotu, czyli XTB. Potwierdza to analiza transakcji odstających od średniej (tzw. grube ogony), która nie daje podstaw do twierdzenia, że w okresach symetrii i asymetrii transakcje te różniły się istotnie statystycznie z punktu widzenia związków jakie zachodziły między tymi danymi oraz istniały warunki zmienne między okresami zawierania transakcji, które wpłynęły na wysokość zysków/strat klienta, a tym samym także XTB.

Warszawa, dnia 30 listopada 2018 roku

---

**dr hab. Sebastian Majewski**

---

**dr Roman Asyngier**