

Komunikat dotyczący ryzyk związanych z występowaniem tzw. poślizgów cenowych w procesie realizacji zleceń klientów przez firmy inwestycyjne na rynku Forex

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) zwraca uwagę inwestorów na ryzyka związane z występowaniem tzw. poślizgów cenowych przy transakcjach zawieranych na foreksowych platformach transakcyjnych. Poślizgi cenowe występują w sytuacjach, w których cena instrumentu finansowego ulegnie zmianie w czasie pomiędzy złożeniem zlecenia a jego wykonaniem.

Ceny instrumentów finansowych na rynku Forex kwotowane są często z dokładnością nawet do piątego miejsca po przecinku, stąd na płynnym rynku mogą się one zmienić nawet kilkukrotnie w ciągu jednej sekundy. Zatem pomimo faktu, iż realizacja zlecenia od momentu jego złożenia do momentu jego wykonania zajmuje zwykle zaledwie ułamek sekundy, to nawet w tak krótkim czasie może dojść do sytuacji, w której cena instrumentu ulegnie zmianie.

Firmy inwestycyjne oferujące klientom detalicznym świadczenie usług na rynku Forex najczęściej oferują im możliwość realizacji zleceń w trybie *market* oraz w trybie *instant*.

Model *instant* polega na tym, iż firma inwestycyjna realizuje zlecenie klienta po cenie z momentu jego złożenia, natomiast w modelu *market* firma inwestycyjna realizuje zlecenie klienta po cenie z momentu jego wykonania. Modele te zostaną szczegółowo opisane w dalszej części komunikatu. W tym miejscu należy wskazać, iż poślizgi cenowe, choć występują w obu modelach realizacji zleceń, mogą mieć dla klientów odmienne konsekwencje, co zostanie zobrazowane poniżej na uproszczonych przykładach.

Występowanie poślizgów cenowych jest rzeczą naturalną, występującą zarówno na rynku regulowanym, jak i na rynku Forex. Pozostaje to akceptowalne, dopóki wynikają one z naturalnej zmienności rynkowej, wpływając zarówno na korzyść, jak i niekorzyść klientów.

UKNF pragnie zwrócić uwagę klientów na parametry, które mogą stosować firmy inwestycyjne działające w modelu *market maker* w związku z występowaniem poślizgów cenowych. Parametry te mogą bowiem w niektórych sytuacjach wpływać na proces przetwarzania zleceń w sposób niekorzystny dla wyniku finansowego klienta. Należy mieć na względzie, że firmy inwestycyjne działające w formule *market maker* wystawiają i kwotują instrumenty finansowe oraz są drugą stroną transakcji zawieranych przez klienta.

W związku z powyższym, celem niniejszego komunikatu jest wyjaśnienie zasad działania poślizgów cenowych w modelach egzekucji zleceń *instant* oraz *market* oraz uprawnień klientów firmy inwestycyjnej przysługujących wobec firm inwestycyjnych.

Urząd sygnalizuje przy tym, że na rynku Forex swoje usługi oferują również firmy inwestycyjne, które same nie działają w formule *market maker*, ale przekazują zlecenia do

wykonania na platformę transakcyjną, która działa w ten sposób. Stąd też informacja o ryzykach związanych ze stosowaniem poślizgów cenowych może być również użyteczna dla tej kategorii klientów.

I. INFORMACJE WSTĘPNE

MARKET MAKER – ISTOTA DZIAŁANIA

Jak wspomniano wyżej, firmy inwestycyjne działające w formule *market maker* wystawiają i kwotują instrumenty finansowe oraz są drugą stroną transakcji zawieranych przez klienta. Firmy inwestycyjne, umożliwiając klientom składanie zleceń i zawieranie transakcji, prowadzą platformy transakcyjne. Platformy transakcyjne to wyspecjalizowane systemy informatyczne służące do organizowania obrotu m.in. kontraktami na różnicę (CFD) oraz rozliczania zawieranych transakcji. *Market maker* jest zatem dysponentem wszystkich stosowanych parametrów informatycznych i danych transakcyjnych, w tym kwotowań CFD, a także informacji, jakie udostępnia klientom.

DWA MODELE EGZEKUCJI ZLECEŃ W MODELU *MARKET MAKER*

Firmy inwestycyjne działające jako *market maker* oferują klientom dwa podstawowe modele egzekucji zleceń.

Pierwszy, nazywany *instant execution*, polega na wykonaniu zlecenia klienta dokładnie po cenie z momentu złożenia zlecenia. Jest to cena zaproponowana przez firmę inwestycyjną poprzez tzw. kwotowanie i którą klient zaakceptował. Cena ta może się różnić od aktualnej ceny z momentu wykonania zlecenia.

Działając w ten sposób firma inwestycyjna:

- realizuje transakcję po cenie z momentu złożenia zlecenia albo
- odrzuca zlecenie lub
- wskazuje inną cenę, którą klient może ponownie zaakceptować lub odrzucić (tzw. rekwotowanie).

Drugi model – *market execution* – opiera się na realizacji zlecenia klienta po cenie aktualnej w momencie wykonania zlecenia, która może różnić się od tej ceny, którą klient widział na platformie transakcyjnej w momencie składania zlecenia.

W obu przypadkach, mając na uwadze wysoką zmienność kwotowań cen instrumentów finansowych na rynku Forex, cena z momentu złożenia zlecenia może się różnić od ceny z momentu wykonania zlecenia (tzw. poślizg cenowy – ang. *price slippage*).

II. POŚLIZG CENOWY W MODELU *INSTANT EXECUTION*

W modelu egzekucji zleceń w trybie *instant* wystąpienie poślizgu cenowego oznacza, iż wycena otwartej pozycji klienta może już w momencie jej otwarcia wskazywać na zysk lub stratę dla klienta.

Poniższy opis przedstawia uproszczony przykład dotyczący egzekucji zleceń w modelu *instant*.

Klient składa zlecenie kupna instrumentu po cenie 100 (akceptując tę cenę wskazaną przez firmę inwestycyjną poprzez kwotowanie danego instrumentu finansowego). W momencie realizacji zlecenia cena zmieniła się na 97. Zlecenie realizowane jest po cenie z momentu złożenia zlecenia, a więc po cenie 100, natomiast w momencie realizacji zlecenia wycena pozycji odnosi się już do aktualnej ceny, czyli 97. Klient w takim przypadku zobaczy na swoim rachunku na platformie transakcyjnej wynik -3. W tym przykładzie mamy do czynienia z negatywnym poślizgiem cenowym dla klienta. Jeśli cena z momentu wykonania zmieniłaby się na 103, wtedy mamy do czynienia z pozytywnym poślizgiem cenowym dla klienta (klient nabyłby instrument finansowy po cenie 100 w momencie, kiedy jego aktualna cena wynosi 103). Klient w takim przypadku zobaczy na swoim rachunku na platformie transakcyjnej wynik +3. (W przykładzie pominięta została kwestia dźwigni finansowej, a także różnica między ceną kupna a ceną sprzedaży celem zobrazowania samego mechanizmu działania poślizgu cenowego).

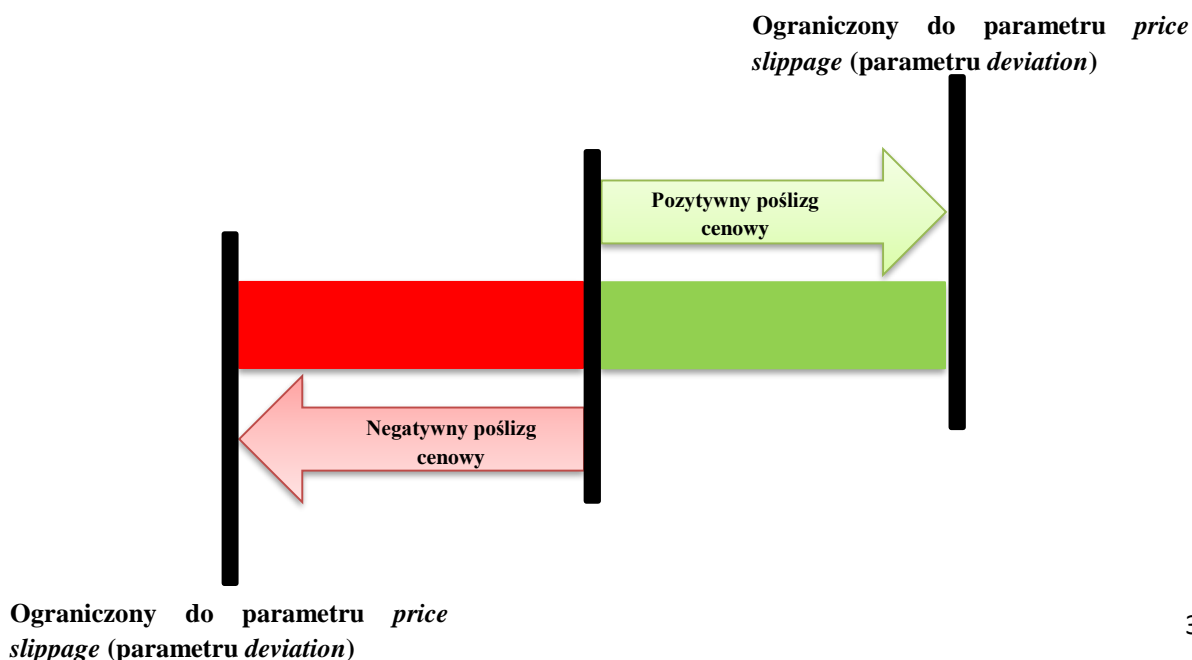
WARUNEK SYMETRYCZNOŚCI PARAMETRU *PRICE SLIPPAGE*

Z punktu widzenia UKNF istotne jest zwrócenie uwagi klientów na ustalaną przez firmę inwestycyjną wielkość tzw. parametru *price slippage* (nazywanego również parametrem *deviation*), czyli określenie, o jaką wartość może zmienić się cena instrumentu finansowego w momencie wykonania zlecenia w stosunku do ceny oznaczonej w zleceniu, aby firma inwestycyjna wykonała zlecenie. Jeśli wielkość ta zostanie przekroczona, firma inwestycyjna odrzuca zlecenie klienta lub podaje inną aktualną cenę do ewentualnej ponownej akceptacji przez klienta.

W związku z tym, kluczowe znaczenie dla prawidłowego działania wobec klienta, ma stosowanie symetryczności przy określeniu parametru *price slippage* (parametru *deviation*). Warunek ten zapewnia, że w dłuższej perspektywie czasu, poślizg cenowy będzie neutralny zarówno dla klienta, jak i firmy inwestycyjnej.

Poniżej na rys. nr 1 przedstawiono w sposób graficzny zasady działania symetrycznego parametru *price slippage*.

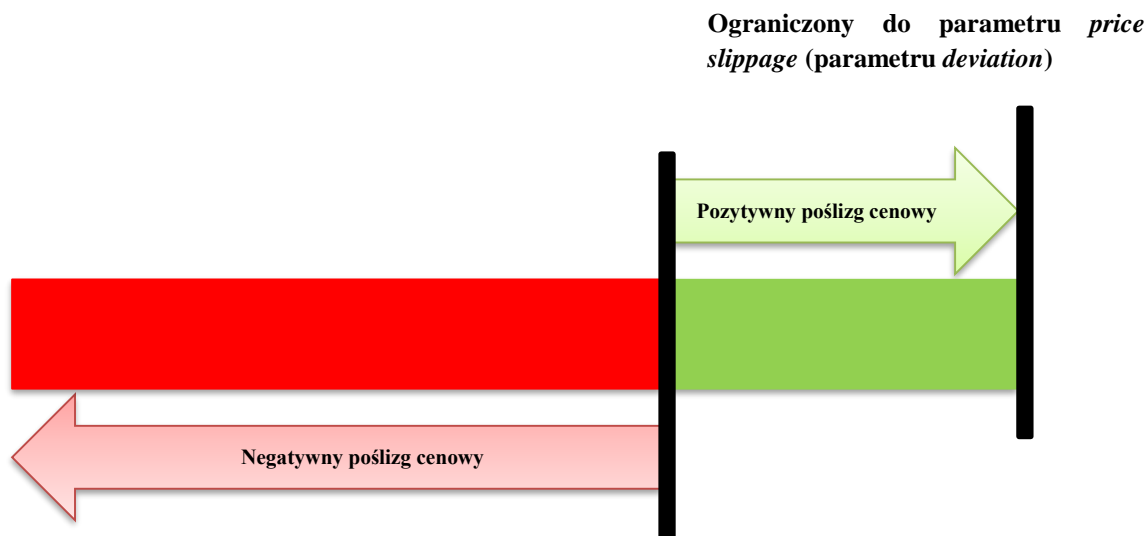
Rys. nr 1
SYMETRYCZNY PARAMETR *PRICE SLIPPAGE*



Stosowanie parametru *price slippage* w sposób niesymetryczny polega z jednej strony na wprowadzeniu ograniczenia pozytywnego poślizgu cenowego, wpływającego korzystnie na wynik finansowy klienta, zaś z drugiej – na pozostawieniu bez żadnych ograniczeń negatywnego poślizgu cenowego, wpływającego niekorzystnie na wynik finansowy klienta.

Poniżej na rys. nr 2 przedstawiono w sposób graficzny zasady działania niesymetrycznego parametru *price slippage*.

Rys. nr 2
NIESYMETRYCZNY PARAMETR PRICE SLIPPAGE



Wracając do uproszczonego przykładu, założmy, że firma inwestycyjna wprowadziła niesymetryczny parametr *price slippage* na poziomie 2.

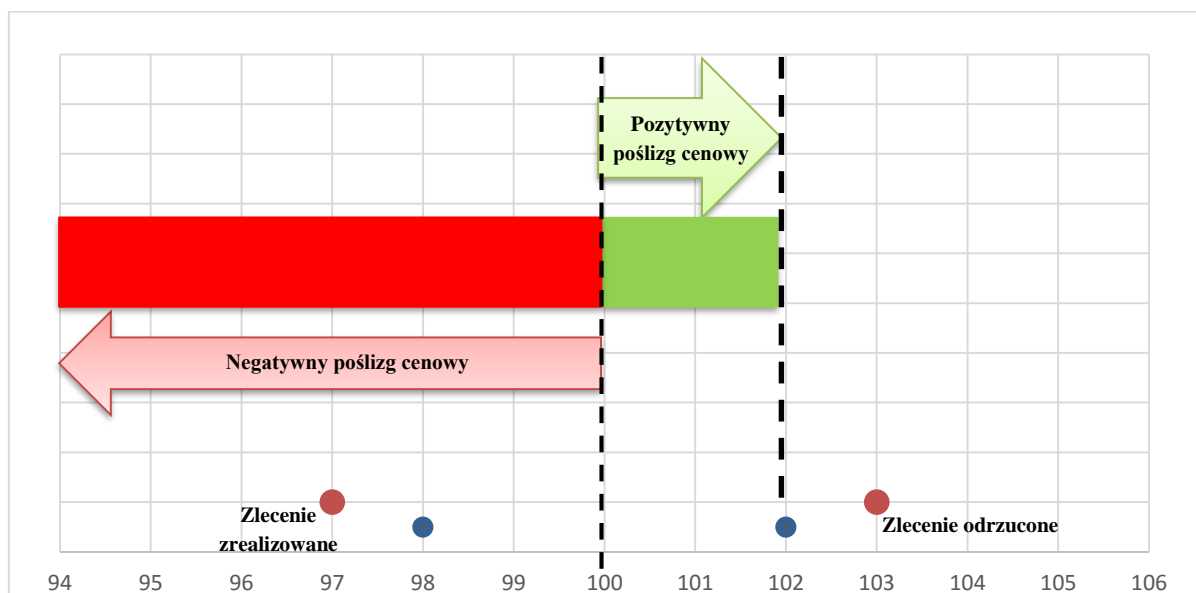
W sytuacji, w której cena zmienia się na 97, a więc niekorzystnie dla klienta, zlecenie zostanie zrealizowane po cenie 100 z negatywnym poślizgiem cenowym (negatywnym odchyleniem) -3 (97-100), pomimo parametru price slippage ustawionego na poziomie 2.

Jeśli natomiast cena zmieni się na korzyść klienta, a więc na 103, w takiej sytuacji zlecenie zostanie odrzucone, gdyż pozytywny poślizg cenowy (pozytywne odchylenie ceny ze zlecenia od ceny z momentu wykonania) przekracza ustawiony parametr price slippage na poziomie 2 ($103 - 100 = 3$, $3 > 2$). Klient będzie miał następnie możliwość zawarcia transakcji po aktualnej cenie 103, a więc w przypadku kupna, cenie gorszej (wyższej niż chciał pierwotnie, a więc po cenie 100). Niektóre firmy inwestycyjne nie odrzucają automatycznie zlecenia, tylko wskazują nową, aktualną cenę do akceptacji klienta (tzw. rekwotowanie), a więc w naszym przykładzie klient otrzymałby komunikat, iż cena zmieniła się wraz z pytaniem, czy chciałby zawrzeć transakcję po cenie 103.

Rysunek nr 3 pokazuje zmiany ceny z momentu wykonania zlecenia, w sytuacji, kiedy zlecenie zostanie zrealizowane (lewa strona rys. nr 3 – nieograniczony, negatywny poślizg cenowy), a także zmianę ceny instrumentu w momencie wykonania zlecenia, w sytuacji, w której zlecenie zostanie odrzucone (prawa strona rys. nr 3).

Rys.nr 3

NIESYMETRYCZNY PARAMETR *PRICE SLIPPAGE*



Jak więc można zauważyć, niesymetryczne ustawienie parametru *price slippage* działa na niekorzyść klientów, gdyż ogranicza potencjalne korzyści dla wyniku finansowego klienta wynikające z faktu występowania pozytywnych poślizgów cenowych, nie ograniczając jednak w żaden sposób negatywnych konsekwencji dla wyniku finansowego klienta związanych z występowaniem negatywnych poślizgów cenowych (nieważne, jak duży negatywny poślizg cenowy wystąpi, zlecenie klienta zostanie zrealizowane).

CO NA TO PRAWO?

Nieinformowanie klienta o stosowaniu parametru *price slippage* (*parametru deviation*) lub jego stosowanie w sposób niesymetryczny **pozostają w rażącej sprzeczności z prawnym wymogiem działania w najlepiej pojętym interesie klienta i obowiązku najlepszego wykonywania zlecenia klienta.**

Szczegółowe wyjaśnienia zawarto w Wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych z dnia 24 maja 2016 r.¹, w szczególności w Wytycznej nr 12. Określa ona szczegółowo obowiązki firmy inwestycyjnej względem klienta w przypadku stosowania w wykonaniu zleceń *parametru price slippage* (*parametru deviation*).

Należy wskazać m.in., że firma inwestycyjna jest zobowiązana:

- **określić, czy dopuszcza w procesie wykonywania zleceń klientów występowanie wykonania zlecenia z odchyleniem od ceny rynkowej;**

¹ https://www.knf.gov.pl/Images/wytyczne%20OTC_24.05.2016_tcm75-43962.pdf

- w przypadku, gdy wykonanie zlecenia z odchyleniem jest dopuszczalne, **określić w regulaminie świadczenia usług maklerskich lub dokumencie wydanym na jego podstawie parametry dopuszczalnego odchylenia**, tzn. jaki jest jego obiektywny zakres cenowy (wyrażony w jednostkach kwotowania), w ramach którego zlecenie jest wciąż wykonywane na warunkach określonych w zleceniu, a po przekroczeniu parametru - zlecenie może być odrzucone albo wykonane po nowej cenie, po ponownej akceptacji klienta (tzw. rekwotowanie).

O CO PYTAĆ FIRME INWESTYCYJNĄ?

W przypadku powzięcia wątpliwości co do jakości wykonywanych zleceń, klientowi przysługują określone uprawnienia pozwalające na weryfikację w praktyce poprawności zachowania firmy inwestycyjnej.

Po pierwsze, na podstawie przepisów wskazanych i wyjaśnionych w Wytycznej nr 12 pkt 3 tiret 9, firma inwestycyjna ma obowiązek poinformować klienta o wartości stosowanego parametru *price slippage* (parametru *deviation*).

Po drugie, zgodnie z Wytyczną nr 12 pkt 3 tiret 6, firma inwestycyjna ma obowiązek wskazania na żądanie klienta, kwotowania danego dostawcy płynności, które w momencie wykonania zlecenia było podstawą dla kwotowania instrumentu finansowego przez firmę inwestycyjną.

Zgodnie z powyższym, klient, który np. otworzył pozycję wycenianą od razu ze znaczną stratą, może:

- sprawdzić, jakie dopuszczalne odchylenie (poślizg cenowy) stosuje firma inwestycyjna,
- następnie może zażądać kwotowania instrumentu finansowego z momentu wykonania zlecenia w podziale na kwotowanie instytucji finansowej (będące podstawą do kwotowania firmy inwestycyjnej), a także marży doliczonej przez firmę inwestycyjną,
- na podstawie tej danej może porównać cenę, po której zlecenie zostało rzeczywiście wykonane, z ceną z momentu wykonania zlecenia.

To zaś finalnie pozwoli klientowi na sprawdzenie, czy zlecenie takie, chociaż zrealizowane, nie powinno zostać odrzucone ze względu na występujący dla niego zbyt duży negatywny poślizg cenowy.

JAK W PRAKTYCE WYKORZYSTAĆ INFORMACJE OD FIRMY INWESTYCYJNEJ DO SPRAWDZENIA TRANSAKCJI?

Wracając do opisanego wyżej przykładu.

Klient zrealizował transakcję po cenie 100. W momencie otwarcia pozycji zaobserwował na rachunku stratę w wysokości -3.

Klient sprawdza, jaki parametr *price slippage* (parametr odchylenia) stosuje firma inwestycyjna. Wynosi on 2. Klient, na podstawie Wytycznej nr 12 pkt 3 tiret 6 oraz Wytycznej nr 11 pkt 3 tiret 3 (przepisów tam przywołanych), może żądać od firmy inwestycyjnej podania ceny instrumentu finansowego z momentu wykonania zlecenia w podziale na cenę otrzymaną od dostawcy kwotowań oraz marży firmy inwestycyjnej. Jeśli

cena z momentu wykonania wynosi 97, wówczas klient ma pewność, iż firma inwestycyjna stosuje niesymetryczny parametr *price slippage*, gdyż w innym przypadku zlecenie powinno zostać odrzucone lub rekwotowane. Pamiętajmy, że dopuszczalne odchylenie ustawione było na poziomie 2 przez firmę inwestycyjną, natomiast w sytuacji opisanej powyżej odchylenie wyniosło 3 na niekorzyść klienta, a mimo to zlecenie zostało zrealizowane.

III. POŚLIZG CENOWY W MODELU *MARKET EXECUTION*

Model egzekucji zleceń w trybie *market* charakteryzuje się tym, iż zlecenie wykonywane jest po cenie aktualnej z momentu jego realizacji. Cena wykonania zlecenia może więc różnić się od ceny instrumentu finansowego widocznej na platformie transakcyjnej w momencie złożenia zlecenia.

Odwołując się do przykładów opisanych wyżej, realizacja zlecenia w modelu *market* wyglądałaby w poniższy sposób.

Klient składa zlecenie kupna w momencie, kiedy cena instrumentu finansowego na platformie inwestycyjnej wynosi 100. Cena w momencie realizacji zlecenia zmienia się na 97. Cena wykonania zlecenia wynosi 97 (z korzyścią dla klienta, ponieważ nabył instrument finansowy po cenie niższej niż cena z momentu złożenia zlecenia).

NIEPRAWIDŁOWOŚCI MOGĄCE WYSTĄPIĆ W MODELU *MARKET EXECUTION*

O nieprawidłowościach w modelu realizacji zleceń w trybie *market* możemy mówić m.in. wówczas, gdy wprowadzony zostanie maksymalny pozytywny poślizg cenowy, jaki może być udziałem klienta.

Odwołując się do wcześniejszego przykładu, po wprowadzeniu takiego ograniczenia np. na poziomie 50%, cena, po której transakcja zostałaby zrealizowana, wynosi 98,5. Wynika to stąd, iż 50% pozytywnego poślizgu cenowego, który w naszym przykładzie wynosi 3 (100 – 97) daje nam 1,5. Uwzględniono więc tylko 1,5 pozytywnego poślizgu cenowego dla klienta i transakcja została zrealizowana przez firmę inwestycyjną po cenie 98,5, pomimo, iż powinna była zrealizować transakcję po cenie 97 (po cenie z momentu wykonania zlecenia). W innym przypadku, jeśli cena zmieni się na 103, cena wykonania również będzie wynosiła 103 (cały negatywny poślizg cenowy będzie udziałem klienta). Takie działania firm inwestycyjnych są nieuprawnione.

CO MOŻE W TEJ SYTUACJI ZROBIĆ KLIENT?

Analogicznie, jak w przypadku zleceń w trybie *instant*, na podstawie przepisów wskazanych i wyjaśnionych w Wytycznych nr 11 i nr 12, klient ma prawo do weryfikacji poprawności ceny transakcji. W tym celu posiada prawo żądania od firmy inwestycyjnej informacji o cenie dostawcy płynności będącej podstawą kwotowania instrumentu finansowego w momencie egzekucji jego zlecenia oraz informacji o stosowanej marży przez firmę inwestycyjną. Na tej podstawie klient może sprawdzić, czy całość pozytywnego poślizgu cenowego została zawarta w cenie wykonania, czy tylko jej część.

IV. SYTUACJA MOŻLIWEGO OPÓŹNIANIA REALIZACJI ZLECEŃ

W procesie egzekucji zlecenia na rynku Forex przez firmę inwestycyjną klient może spotkać się z sytuacjami, w których zlecenie będzie w jego odczuciu realizowane z pewnym opóźnieniem. Może to skutkować wykonaniem zlecenia po cenie innej (np. gorszej) niż gdyby realizacja nastąpiła niezwłocznie, w standardowym czasie wykonywania zleceń przez firmę inwestycyjną.

W JAKI SPOSÓB WYJAŚNIĆ, CZY REALIZACJA ZLECENIA ZOSTAŁA OPÓŹNIONA PRZEZ FIRME INWESTYCYJNĄ ?

Zgodnie z przepisami powołanymi w Wytycznej nr 8, firma inwestycyjna ma obowiązek poinformować klienta o czasie realizacji zlecenia przez firmę inwestycyjną w typowych, standardowych warunkach funkcjonowania rynku Forex. Firma inwestycyjna powinna także szczegółowo opisać wszelkie odstępstwa od określonego standardowego czasu realizacji zlecenia, aby klient mógł zweryfikować słuszność realizacji zlecenia w czasie dłuższym od standardowego.

Klient ma więc prawo otrzymać informację o czasie realizacji swojego zlecenia, porównać go do standardowego czasu wykonania zlecenia przez firmę inwestycyjną, a następnie sprawdzić, czy wynikłe odstępstwo od standardowego czasu wykonania zlecenia było uprawnione.