

## **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).

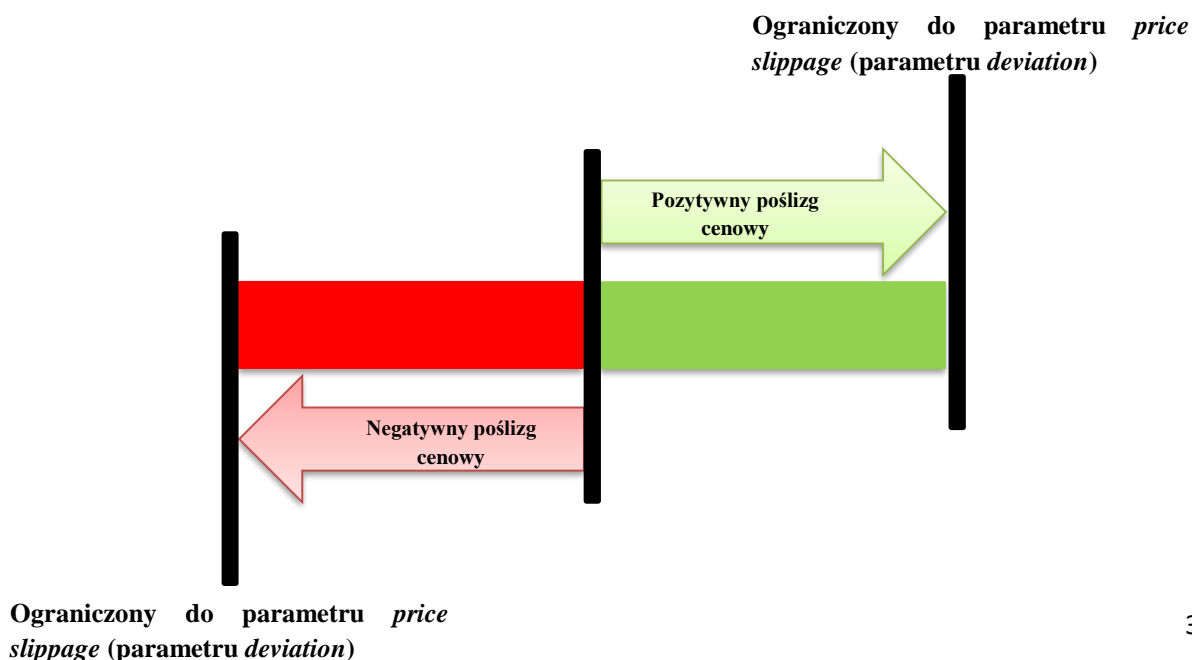
### **WARUNEK SYMETRYCZNOŚCI PARAMETRU *PRICE SLIPPAGE***

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*.

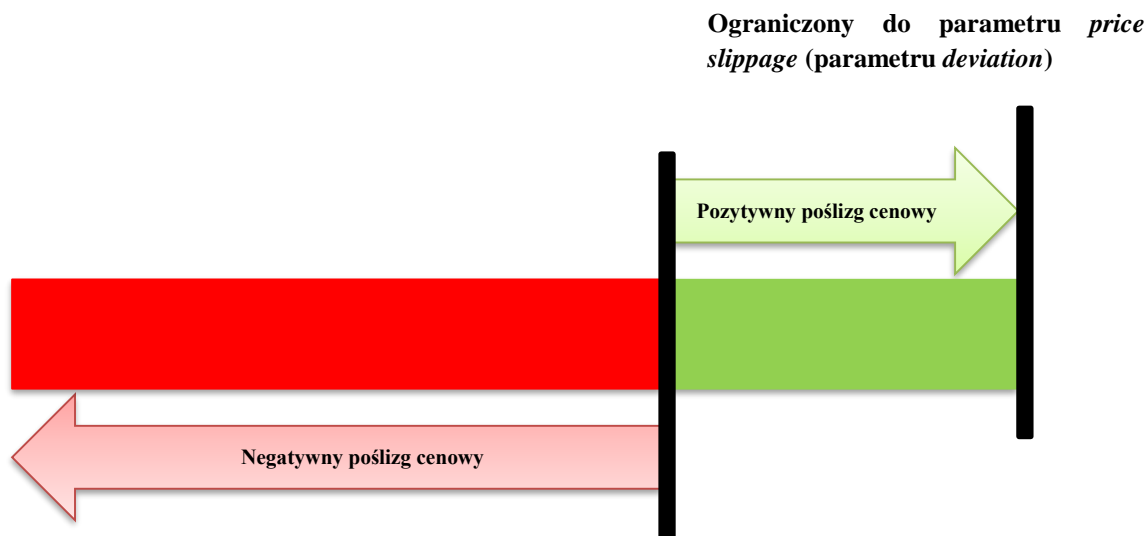
**Rys. nr 1**  
**SYMETRYCZNY PARAMETR *PRICE SLIPPAGE***



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**



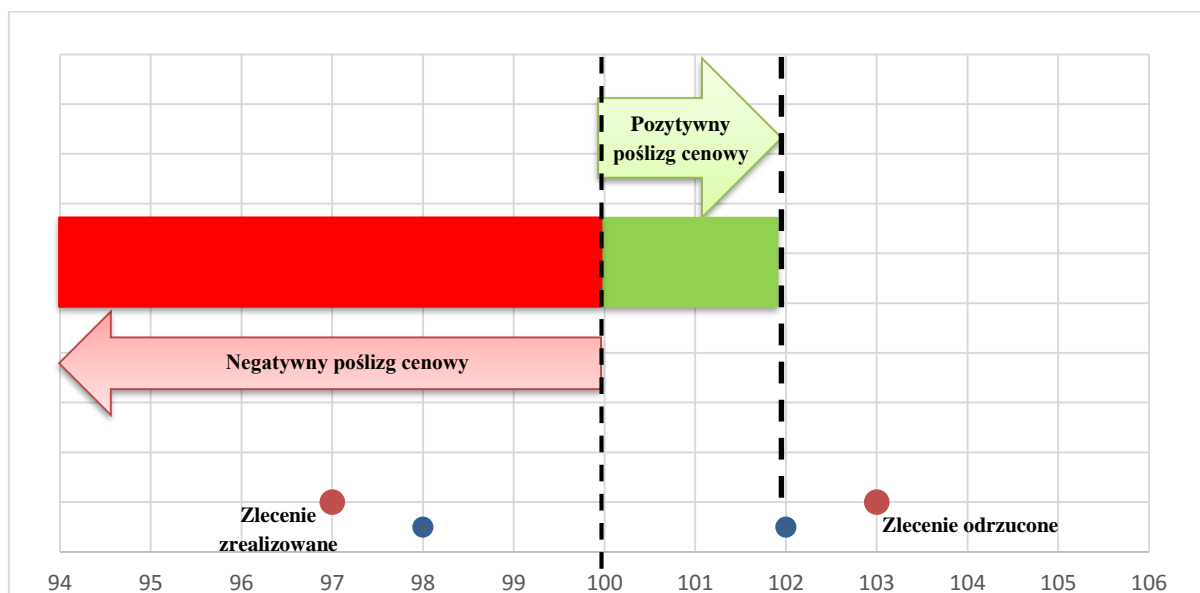
Wracając do uproszczonego przykładu, założmy, że firma inwestycyjna wprowadziła niesymetryczny parametr *price slippage* na poziomie 2.

*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.<sup>1</sup>, 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;**

<sup>1</sup> [https://www.knf.gov.pl/Images/wytyczne%20OTC\\_24.05.2016\\_tcm75-43962.pdf](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.