

Problematika zjišťování churningu u termínových kontraktů[#]

*Jaroslav Brada**

Nadměrné obchodování (angl. churning) je nekalá obchodní praktika obchodníka cennými papíry, která je legislativními normami charakterizovaná jako „nepřiměřeně vysoký obrat na účtu zákazníka“, který způsobuje majetkovou újmu zákazníkům (klientům) obchodníků cennými papíry v důsledku placení zbytečně velkých poplatků za uskutečněné obchody a za další služby placené zákazníkem obchodníkovi s cennými papíry. V textu článku je diskutována problematika zjišťování churningu v případě obchodování tzv. termínovými kontrakty v soudně-znalecké praxi ČR v posledních letech. Problematika nadměrného obchodování je poměrně stará, jak ilustruje článek orientovaný nejen na právní aspekty nadměrného obchodování (Harvard Law Review, 1967), ale i na právní aspekty náhrady způsobené škody obchodníkem. Problematikou prokázání tzv. kontroly nad zákaznickým účtem se zabývá například práce (Fletcher, 1988). Ekonomická smysluplnost zjišťování nadměrného obchodování vyplývá například z práce (Odean, 1999), kde je zkoumána souvislost počtu obchodů akciemi s mírou dosažené výnosnosti investora. V případě speciální problematiky zjišťování churningu v situaci, kdy jsou obchodovány na majetkovém účtu klienta u obchodníka s cennými papíry i tzv. deriváty, samostatná literatura neexistuje, snad z důvodu toho, že jde o know-how různých amerických či britských právních kancelářů. Z české literatury fakticky existuje o problematice zjišťování churningu na účtech zákazníků obsahující deriváty pouze práce (Dvořák, 2012) a dále už jen řada dokumentů, které mají charakter správních rozhodnutí regulačních orgánů např. Rozhodnutí o rozkladu (ČNB, 2011) či dokumenty poučující laickou investorskou veřejnost o nadměrném obchodování (ČNB, 2014a).

Čtenáře pravděpodobně překvapí, že článek neuvádí takřka žádné vzorce či schémata, na jejichž základě lze spočítat velikost ukazatelů indikujících churning v portfoliích zákazníků (klientů) obchodníků cennými papíry, které obsahují tzv. deriváty. Je to důsledek toho, že regulátoři v ČR – Komise pro cenné papíry a později ČNB – a ostatně ani regulátor v USA (U. S. Securities and Exchange Commission) nevydali předpisy vyžadující či doporučující exaktně přesný postup výpočtu ukazatelů indikujících churning, a tím de facto ponechali volné pole působnosti odborným názorům specialistů zabývajících se finančními trhy. Nicméně soudní praxe sporu mezi klienty obchodníků a obchodníky si již i v podmínkách ČR začíná vytvářet postupy při zjišťování churningu, které se tento článek snaží čtenáři přiblížit.

Ekonomická povaha churningu

Odborně zdatný a znalý zákazník obchodníka s cennými papíry se s churningem nemůže setkat. Zákazník ví, co si kupuje, jaká výše poplatků je obvyklá u obchodníků i jaké jsou i další náklady spojené s obchodem (například placené úroky za vypůjčení peněžních prostředků či cenných papírů od obchodníka cennými papíry) a dále zákazník zná na konkrétním trhu (tj. v daném místě a čase) obvyklé tržní ceny obchodovaných investičních instrumentů (cenných papírů vč. tzv. derivátů) a dále zákazník ví, kdy je podle jeho názoru či potřeb vhodné obchodovat. V neposlední řadě odborně zdatný zákazník sám nejlépe ví, jakou částku

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů v rámci Institucionální podpory výzkumu na FFÚ VŠE v Praze registrované jako projekt pod evidenčním číslem IP 100040.

^{*} Doc. Ing. Jaroslav Brada, PhD. – docent; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví Vysoká škola ekonomická v Praze, W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3; <brada@vse.cz>.

investovaného kapitálu do obchodů cennými papíry je ochoten ztratit a jaké typy rizik je ochoten při svém investování podstoupit.

Naproti tomu v realitě finančních trhů se setkáváme spíše s praxí, kdy zákazníci obchodníků s cennými papíry nejsou odborně příliš zběhlí v problematice fungování obchodů na peněžních a kapitálových trzích a obchodníci cennými papíry tak mohou podlehnout snadnému pokušení zneužít neznalosti, nezkušenosti a neinformovanosti svých zákazníků k dosažení dodatečných peněžních příjmů, které by jim odborně zdatní zákazníci neumožnili získat.

Zákazníci obchodníků s cennými papíry často k obchodování cennými papíry přistupují jako ke službě typu opravy automobilu či postavení rodinného domu, tedy zákazníci věří, že si kupují u obchodníka cennými papíry kompletní službu spočívající ve „zhodnocení svěřených peněžních prostředků“ a že obchodník cennými papíry jim je povinen či zavázán tuto službu dodat a že jim ji tedy dodá. Právě nezkušenost a nevalné odborné znalosti zákazníků jsou lákadlem pro nepřiliš poctivé obchodníky s cennými papíry pro poskytování služeb souvisejících s prodejem a nákupem cenných papírů takovým způsobem, při kterém dochází ke zbytečnému obchodování cenných papírů za účelem získání poplatků za nákupy a prodeje cenných papírů, což odčerpává prostředky z majetkového účtu klienta v takovém objemu, který lze prohlásit za nadměrné obchodování (churning).

Z čistě ekonomického hlediska je posouzení stavu tzv. „nadměrného obchodování“ velmi složité – podrobnější diskuse je například v (Astarita, 2010). Ekonomickým cílem obchodníka cennými papíry i klienta obchodníka je dosáhnout přírůstek svého majetku díky nákupům a prodejm cenných papírů na veřejných kapitálových trzích. Klient by se měl snažit svého cíle dosáhnout pomocí nákupů a prodejů, přičemž jakýkoliv nákup či prodej je pro klienta spojen s úhradou poplatků obchodníkovi, který je díky tomu hmotně zainteresován mj. na počtu uskutečněných nákupů a prodejů klientem. Připomeňme, že pokud klient například vloží na svůj účet 1 mil. Kč, který jednorázově použije na poplatky za nákup futures kontraktů v objemu 600 000 Kč a na maržový účet klient vloží 400 000 Kč a během dne investované prostředky ztratí, budou dále v článku zmíněné tři ukazatele (především C/E aj.) indikovat nastání churningu, i když z ekonomického hlediska půjde o vysoce rizikovou strategii, kterou si klient vybral po zralé úvaze.

Aby se zabránilo shora uvedeným problémům, je nadměrné obchodování považováno za tzv. správní delikt a vznik a povaha tohoto deliktu je vymezena právním předpisem, kterým je stále platné Stanovisko Komise pro cenné papíry č. 1/STAN/2006 ze dne 8. 2. 2006 (dále jen „Stanovisko KCP“) (KCP, 2006). Toto Stanovisko KCP vyžaduje pro prokázání existence churningu na účtu zákazníka – tj. na účtu klienta obchodníka s cennými papíry – současné splnění třech základních podmínek, a to

- a) kontrola obchodníka s cennými papíry nad zákaznickovým účtem,
- b) odpovědnost za správní delikt a
- c) nadměrnost obchodování.

Z hlediska znalecké praxe je nejméně náročná na zpracování podmínka „b) odpovědnost za správní delikt“, která je vymezena jako objektivní, a tedy existující bez ohledu na zavinění. Proto z hlediska znalecké praxe nemůže být uvedená podmínka předmětem znaleckého zkoumání a v této práci je zmíněna pouze pro úplnost.

Z pohledu znaleckého zkoumání při prokazování churningu je nezbytné se zabývat zřejmou dvojicí zbývajících otázek, tedy

- kontrolou obchodníka s cennými papíry nad zákaznickovým účtem a
- nadměrností obchodování.

Ovšem v případě, že se v průběhu znaleckého zkoumání prokáže, že se obchodník s cennými papíry dopustil churningu na účtu zákazníka, je nutné ještě stanovit velikost majetkové újmy vzniklé klientovi obchodníka cennými papíry - tedy z hlediska znaleckého je nutno se ještě zabývat

- kvantifikací velikosti majetkové újmy klienta v důsledku churningu.

Kontrola obchodníka s cennými papíry nad zákaznickým účtem

Pokud chceme zkoumat přítomnost (existenci) churningu na účtu klienta u obchodníka cennými papíry, je nejprve nezbytné vyžádat si všechny potřebné podklady od klienta. Klasicky se jedná o smluvní dokumentaci mezi klientem a obchodníkem s cennými papíry a – pokud existuje – i o smluvní dokumentaci mezi klientem a investičním zprostředkovatelem, dále o tzv. investiční dotazníky, výpisy z majetkového a peněžního (finančního) účtu klienta prokazující proběhlé obchody, e-mailovou komunikaci mezi klientem a obchodníkem cennými papíry ev. i mezi klientem a investičním zprostředkovatelem. Dále je nutné při zkoumání přítomnosti churningu ještě zohlednit obsah hlasové komunikace mezi klientem a obchodníkem cennými papíry a mezi klientem a investičním zprostředkovatelem v procesu vlastního obchodování.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb. v § 15 mj. uvádí: „(1) *Obchodník s cennými papíry ...b) je povinen požadovat od zákazníka, podle druhu a rozsahu zákaznickem požadovaných investičních služeb, informaci o jeho hospodářské situaci, zkušenostech v oblasti investic do investičních nástrojů a cílech, které mají být požadovanou službou dosaženy...*“. Uvedené typy informací jsou obchodníkem s cennými papíry získávány obvykle formou tzv. investičních dotazníků, kterými jsou typicky papírové dotazníky s variantním předdefinovanými odpověďmi, ze kterých si klient vybírá tu možnost, která se jej týká, a dále jsou zde uvedeny otázky, na které odpovídá stručnou písemnou formou – například jde informace o částce, kterou je klient ochoten investovat, o předchozích zkušenostech klienta s obchodováním cenných papírů apod.

Navíc je v procesu znaleckého zkoumání přirozeně vhodné se dotázat klienta, který se cítí být poškozen jednáním obchodníka s cennými papíry – a to nejlépe písemnou formou – na bližší okolnosti vzniku obchodního vztahu klienta s obchodníkem cennými papíry, na popis způsobu, jakým probíhalo obchodování včetně kontaktních telefonních čísel, na předchozí znalosti a zkušenosti klienta s obchodováním apod. Uvedené informace získané od klienta nemají při samotném prokazování churningu valný význam, protože jde o informace získané až ex post, tj. v době, kdy klient na vlastní kůži prožil citát H. Heineho – „Zkušenost je dobrá škola, jen školné je příliš vysoké.“ – neboť klient typicky ztratil díky obchodování podstatnou část či dokonce všechny jím vložené peněžní prostředky (ev. cenné papíry), které vložil na svůj finanční (ev. majetkový) účet u obchodníka cennými papíry a kterými pak bylo obchodováno na finančních trzích. Nicméně jde o informace, které umožní v procesu znaleckého zkoumání ověřit, zda jsou dokumenty dodané klientem kompletní, či zda není možné získat informace ještě jiného typu – například klient v řadě případů není schopen od sebe odlišit dva samostatné právní subjekty účastnící se v procesu obchodování cennými papíry, kterými jsou obchodník cennými papíry a tzv. investiční zprostředkovatel, který typicky poskytuje pouze investiční poradenství a dává klientovi investiční doporučení a tím se snaží vzbudit zájem klienta o provedení obchodů. Po takto vydaném doporučení klient typicky volá na nahrávanou telefonickou linku obchodníka cennými papíry, kterému klient dá příkaz k obchodu, který mu byl doporučen investičním zprostředkovatelem.

Aby bylo možno posoudit, zda vůbec a popřípadě do jaké míry, má obchodník s cennými papíry kontrolu nad účtem zákazníka, je nutno z formálně právního hlediska nutno opět využít Stanovisko KCP (KCP, 2006, s. 2), které uvádí, že:

„Pro vyhodnocení, zda má obchodník faktickou kontrolu nad obchodováním zákazníka, vychází Komise z deseti základních faktorů, kterými jsou:

- 1. Informovanost zákazníka*
- 2. Předchozí zkušenost zákazníka s cennými papíry*
- 3. Míra důvěry vkládaná zákazníkem do obchodníka*
- 4. Procento obchodů uskutečněných na doporučení obchodníka*
- 5. Množství času věnované zákazníkem vlastní nezávislé analýze*
- 6. Konkludentní souhlas zákazníka s provedením obchodu, pokud byl vědomě učiněn a pokud doporučení obchodníka obsahovalo všechny podstatné údaje*
- 7. Předchozí schválení obchodu zákazníkem*
- 8. Současné vedení účtů otevřených zákazníkem u více než jednoho obchodníka*
- 9. Pravdivost a přesnost informací podávaných obchodníkem zákazníkovi*
- 10. Ekonomický základ a vhodnost strategie obchodování, pokud byla zákazníkovi doporučena obchodníkem.*

Na základě těchto faktorů lze ve zkoumaném případě určit míru ‚vlivu‘ obchodníka na zákazníka. Pouhý fakt, že zákazník souhlasí s uskutečněním obchodu a je o výsledku obchodu informován, není rozhodující pro posouzení kontroly zákazníka nad účtem, pokud tato komunikace není pro zákazníka dostatečně srozumitelná nebo obchodník po obdržení stížnosti, zákazníka přesvědčí o její neoprávněnosti.“

Shora uvedené faktory jsou jak podle Stanoviska KCP tak i ostatně z hlediska „selského rozumu“ významné pro posouzení toho, zda obchodník cennými papíry má kontrolu nad zákaznickým účtem. Proto ve znaleckém posudku zabývajícím se možným churningem na účtu zákazníka je nutno zjistit shora uvedené faktory na základě informací o průběhu obchodního vztahu klienta a obchodníka s cennými papíry a ev. investičním zprostředkovatelem a na základě informací o předchozích znalostech a zkušenostech klienta s cennými papíry a jejich obchodováním. Dále je nutno posoudit konkrétní dopady zjištěných skutečností o shora uvedených faktorech na průběh a výsledky klientova obchodování. Připomeňme, že i když Stanovisko KCP zmiňuje „obchodníka“ je zřejmé, že díky existujícímu Zákonu o podnikání na kapitálovém trhu č. 256/2004 Sb. obchodník zodpovídá i za činnosti které de facto delegoval na investiční zprostředkovatele.

1. Informovanost zákazníka

2. Předchozí zkušenosti zákazníka s cennými papíry

Informovanost zákazníka a předchozí zkušenosti zákazníka s cennými papíry pomohou nejlépe posoudit údaje uvedené v investičním dotazníku. Klienti jsou typicky nepřilíš zkušení a jejich odpovědi v investičních dotaznících bývají občas kuriózní. Na otázku „Jaké typy derivátů znáte?“, klient písemně odpovídá, že „komodity“ a v jiném případě dokonce klient písemně odpoví, že zná „obce“. „Obcemi“ měl mít klient na mysli „opce“ – opční kontrakty. Ku cti nejmenovaného investičního zprostředkovatele dodejme, že klient tvrdil, že investiční dotazník vyplňoval zaměstnanec investičního poradce a on jej pouze podepsal. V obou uvedených případech byly do majetku klienta nakupovány akcie ETF fondů, které investovaly především do futures a opcí a nadto velmi využívaly obchodování na margin. Z právního hlediska byly na majetkový účet klienta u obchodníka s cennými papíry nakupovány akcie, zatímco z ekonomického hlediska byly na majetkový účet klienta nakupovány futures a opce, které měly pouze právní formu akcie.

Odbornou náročnost problematiky tzv. derivátů nejlépe demonstruje výčet potřebných znalostí, které jsou potřebné pro složení tzv. makléřské zkoušky („Zkouška odborné způsobilosti na kapitálových trzích podle vyhlášky ČNB č. 143/2009 Sb., o odbornosti osob,

pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti“) včetně tzv. úrovně D, tj. úrovně deriváty.

V průběhu času stráveného u obchodníka se pochopitelně mohou měnit znalosti i zkušenosti klienta a proto je pro posouzení aktuálního stavu znalostí a zkušeností klienta vhodné získat případně další informace ze záznamu telefonické komunikace mezi klientem a obchodníkem a rovněž mezi klientem a investičním zprostředkovatelem. Podle autorových zkušeností nebývá komunikace mezi klientem a investičním zprostředkovatelem vůbec k dispozici. Jako kuriozitu si můžeme uvést situaci, kdy obchodník uváděl, že měl nahrávané pouze čtyři telefonní linky k podávání příkazů klientů a že klient dal příkaz k obchodu na páté nenahrávané lince.

3. Míra důvěry vkládaná zákazníkem do obchodníka

4. Procento obchodů uskutečněných na doporučení obchodníka

5. Množství času věnované zákazníkem vlastní nezávislé analýze

Z hlediska znalecké praxe jde o údaje, které lze znalecky zkoumat jen ve velmi omezené míře.

Míru důvěry vkládané zákazníkem do obchodníka někdy napomůže postihnout fakt, že klient opakovaně vkládal na svůj finanční účet u obchodníka peněžní prostředky a to i přesto, že obchody se dlouhodobě nedařily, a klientovi bylo – podle jeho vyjádření – investičním zprostředkovatelem doporučováno, aby investoval další peněžní prostředky, aby tak vydělal na dalších obchodech a své ztracené peněžní prostředky dostal zpět.

Procento obchodů uskutečněných na doporučení obchodníka lze z dostupných podkladů zjistit jen velmi těžko v případech, kdy není k dispozici průběh písemné či telefonické komunikace mezi klientem a investičním zprostředkovatelem, popřípadě písemná či telefonická komunikace mezi klientem a obchodníkem v případech, kdy jsou samotným obchodníkem klientovi nabízeny obchodní příležitosti spočívající v obchodu navrhovaným titulem cenného papíru.

Množství času věnované zákazníkem vlastní nezávislé analýze není obvykle vůbec možné z dostupných dokumentů zjistit. Typicky klienti připouštějí, že při obchodech sledovali „denní tisk“, či se zajímali o „vývoj cen akcií“, v případě forexových obchodů klienti uvádějí, že „sledovali vývoj devizových kurzů na stránkách ČNB“. Uvedené informace poskytnuté klienty nejsou však postačující k posouzení toho, zda klient dělá analýzu nebo jen sleduje pohyb cen akcií a měnových kurzů. Občas naštěstí napomohou informace z investičních dotazníků, kde se klienti přiznávají ke svým typicky velmi omezeným znalostem v oblasti obchodování cenných papírů tj. i v oblasti rozhodování o nákupech a prodeích finančních instrumentů.

6. Konkludentní souhlas zákazníka s provedením obchodu, pokud byl vědomě učiněn a pokud doporučení obchodníka obsahovalo všechny podstatné údaje

7. Předchozí schválení obchodu zákazníkem

Podle autorovi dostupných informací se „konkludentní (tj. jiným způsobem nežli slovním) souhlas zákazníka s provedením obchodu, pokud byl vědomě učiněn a pokud doporučení obchodníka obsahovalo všechny podstatné údaje“ v praxi vyskytuje spíše u odborně zdatnějších klientů a u forexových obchodů, kde klient sám – na základě např. e-mailového doporučení – provede obchod zadáním obchodního příkazu vložení příkazu z klávesnice svého PC přímo do obchodního systému obchodníka s cennými papíry či do obchodního systému forexového obchodníka. V realitě může dokonce nastat i situace, kdy obchodník s cennými papíry – prostřednictvím všech investičních doporučení bez výhrad přijatých klientem od investičního zprostředkovatele – fakticky namísto klienta provádí správu prostředků deponovaných na majetkovém a finančním účtu klienta a klient, ač o této situaci ví, nic proti tomu způsobu

zacházení se svým majetkem nenamítá až do doby, nežli je ztracena velká část jeho majetku. Obsah telefonické či jiné komunikace mezi klientem a investičním zprostředkovatelem v této situaci k dispozici nebývá.

Předchozí schválení obchodu zákazníkem je v situaci na trzích cenných papírů v ČR poměrně jednotná – klient musí sdělit obchodníkovi s cennými papíry svoji objednávku na nahrávanou telefonickou linku, tj. obchod zákazníkem bývá typicky schválen už tím, že příkaz k obchodu zákazník sám podá. Naproti tomu u forexových obchodů je obchod schválen klientem tím, že si jej klient sám vloží ze svého PC do obchodního systému forexového obchodníka.

8. Současné vedení účtů otevřených zákazníkem u více než jednoho obchodníka

Současné vedení účtů otevřených zákazníkem u více než jednoho obchodníka nelze z hlediska znaleckého jednoznačně prokázat. Většinou lze na existenci více účtů u zákazníka usoudit pouze z toho, že klient dává příkaz k převodu peněžních prostředků nebo cenných papírů na svůj majetkový účet vedený u jiného obchodníka cennými papíry. Podle údajů dostupných autorovi klienti mívají otevřeny typicky pouze jeden, ale někdy i dva účty u dvou různých obchodníků, přičemž klient obchoduje současně pouze na jednom z těchto účtů.

Poměrně častým jevem je, že klient, který „prohraje“ na burze podstatnou část svých prostředků uložených na účtu u obchodníka s cennými papíry, odchází se zbytkem prostředků k dalšímu obchodníkovi, aby zkusil opět štěstí. Výsledkem jsou takřka totožné příběhy lišící se jen velikostí ztracených částek. Například jeden klient u prvního obchodníka investoval 12 mil. Kč a zbylé 2 milióny šel obchodovat k jinému obchodníkovi s obdobnou mírou úspěšnosti investování jako u prvního obchodníka cennými papíry. Jiný investor zase svěřil obchodníkovi 2,5 mil. Kč, pak naslouchal radám svého investičního zprostředkovatele jak nejlépe investovat a dostal zpět pouze přibližně 500 tis. Kč. S touto částkou pak odešel k dalšímu obchodníkovi a na radu dalšího investičního zprostředkovatele vložil ještě další 2 mil. Kč a opět na základě rad investičního zprostředkovatele investoval. Shrnutí – za přibližně 16 měsíců z celkem vložených 4,5 mil. Kč na účty obchodníků s cennými papíry zbylo pouze necelých 400 tis. Kč. Rekordmanem v rychlosti ztráty majetku byl patrně klient, který ráno svěřil obchodníkovi 10 mil. Kč a odpoledne mu na účtu u obchodníka zbývaly pouhé 2 mil. Kč – autorovi článku není znám další osud klienta a ani zbylých dvou miliónů.

9. Pravdivost a přesnost informací podávaných obchodníkem zákazníkovi

10. Ekonomický základ a vhodnost strategie obchodování, pokud byla zákazníkovi doporučena obchodníkem

Z hlediska znalecké praxe lze za „notný oříšek“ považovat právě posouzení pravdivosti a přesnosti informací podávaných obchodníkem zákazníkovi a rovněž i posouzení ekonomického základu a vhodnosti strategie obchodování, pokud byla zákazníkovi doporučena obchodníkem. Pro zkoumání těchto základních faktorů je nutno vycházet z informací uvedených v investičních doporučeních, přičemž v realitě se setkáváme zpravidla s dvojím typem investičních doporučení.

Za prvé jde o doporučení mající formu odborných textů, které čtenáře s různým vzděláním a zkušenostmi seznamují s názorem autora investičního doporučení na vývoj faktorů, které mohou ovlivnit budoucí vývoj tržních cen akcií, tržních cen komodit či budoucí velikost měnových kurzů atd. Z odborného hlediska jde takřka vždy alespoň o přijatelné odborné texty, které neobsahují věcné nesprávnosti či zavádějící informace.

Za druhé jde o investiční doporučení mající ústní formu, která jsou sdělena investičním zprostředkovatelem (řidčeji i pracovníkem obchodníka cennými papíry) v průběhu komunikaci

mezi klientem a investičním zprostředkovatelem, kdy investiční zprostředkovatel doporučuje klientovi provést určitý typ obchodů. Informace o způsobu, jakým investiční zprostředkovatel ke svému ústnímu doporučení obchodu došel, nebývají vůbec při znaleckém zkoumání k dispozici. Někdy může neexistenci analýzy (tj. neexistenci ekonomického základu a vhodnosti strategie obchodování) prokázat fakt, že různým stejně rizikově averzním klientům byly ve stejném čase a stejným investičním zprostředkovatelem (ev. i pracovníkem obchodníka s cennými papíry) doporučovány současně nákupy i prodeje téhož finančního instrumentu.

V praxi obchodníků s cennými papíry se příliš často nevyskytuje situace, kdy je klientům nabízena ze strany obchodníka vhodná celková strategie obchodování, tj. vhodná investiční strategie. Investiční strategie je nabízena obchodníkem především v situaci, kdy obchodník nabízí typicky institucionálním klientům správu jejich majetku a ev. i varianty správy majetku. Daleko typičtější je situace, kdy obchodník požádá klienta v investičním dotazníku, aby si klient sám zvolil investiční strategii – tj. de facto i typ služeb a portfolio investičních instrumentů, které bude klientovi obchodník ev. v jeho zastoupení investiční zprostředkovatel nabízet k obchodu a obchodník pak obchodovat.

Nadměrnost obchodování

V této části příspěvku se budeme věnovat problematice kvantifikace ukazatelů nadměrného obchodování, kterým je v případě tzv. derivátů především ukazatel „*Cost to Equity*“ (C/E) a v menší míře i ukazatele „*Ukazatel četnosti nákupů a prodejů na účtu (In and Out Trading)*“ a „*Ukazatel výše nákladů ve vztahu ke ztrátě*“. Autor se detailněji nezabývá technickými aspekty obchodování tzv. derivátů, protože to není důležité z hlediska zjišťování churningu na účtu klienta (zákazníka) obchodníka s cennými papíry. V dále uvedených informacích jsou částečně zohledněny informace z dokumentu (ČNB, 2014b).

Pro posouzení toho, kdy je obchodování na účet zákazníka nadměrné je Stanoviskem KCP požadováno zařadit každého zákazníka do jedné z tří základních kategorií – jako zákazníka konzervativního, běžného (standardního) nebo spekulativního. Rozčlenění se děje na základě investičního profilu zákazníka, finančních potřeb a cílů zákazníka. Pro úplnost dodejme, že je nutné rovněž zohlednit ochotu zákazníků podstupovat rizika částečné či úplné ztráty částky vložené na účet klienta u obchodníka s cennými papíry.

Stanovisko KCP pro tzv. „Opční a marginové účty“ požaduje kvůli nutnosti zohlednit nutně vyšší frekvenci obchodování díky kratší době trvání (expirace) opcí a Stanovisko KCP (KCP, 2006, s. 5) výslovně uvádí: „*Je tedy vhodnější i pro analýzu nadměrného obchodování na marginových účtech, které díky nuceně uzavíraným pozicím a obchodování na základě finanční páky vykazují vyšší frekvenci obchodování. Analýza rovnováhy výnosů a nákladů umožňuje sledovat náklady obchodování na účtu a rozhodnout, zda je zvolená strategie vhodná pro příslušného zákazníka. Uvedené vede k závěru, že u opčních a marginových účtů je vhodné pro analýzu nadměrného obchodování použít ukazatele Cost to Equity.*“

Stanovisko KCP zmiňuje opce a maržové účty. Tedy při zjišťování churningu v situaci, kdy probíhají „výraznější“ obchody na maržin (ang. margin trade), tj. při obchodování s využitím peněžního úvěru přijatého od obchodníka s cennými papíry, je rovněž vhodnější použít jako hlavní ukazatel nadměrnosti obchodování ukazatel C/E.

Dále připomeňme, že samotná podstata obchodování futures kontraktů je založena na použití velmi velké finanční páky a zisky/ztráty z obchodů futures kontrakty jsou vkládány na (ev. vybírány z) maržového účtu (angl. margin account). Klient totiž při obchodování futures vkládá na maržový účet jen malou částku z celkové hodnoty obchodovaného kontraktu. Tedy i pro zjišťování churningu na majetkovém účtu na kterém existují futures kontrakty je nutné rovněž používat pouze ukazatel C/E. Analogicky je tomu i v případě forwardových kontraktů,

pokud jsou tyto kontrakty obchodovány s využitím pákového efektu, například může jít speciální typy standardizovaných forexových kontraktů u jednoho forexového obchodníka, kdy klient na maržový účet vkládá jen malou částku z celkové částky nakupovaného objemu bazické měny.

Ukazatel Cost to Equity (C/E) je ve Stanovisku KCP (KCP, 2006, s. 3) definován vztahem

$$\text{Cost to Equity} = \frac{\text{Veskere naklady}}{\text{Prumernycisty majetek na uctu}} \quad (1)$$

Z technického hlediska zde vzniká problém, a sice zjištění velikosti čitatele a stanovení velikosti jmenovatele, čemuž se budeme dále podrobněji věnovat.

Veškeré náklady (Veskere naklady)

Jedná se o součet všech poplatků, které klient platí obchodníkovi s cennými papíry v souvislosti se svým majetkovým účtem i v souvislosti se svými obchody uskutečněnými z tohoto majetkového účtu. Patří sem typicky klientem placené poplatky za vedení majetkového účtu, poplatky za provedení příkazů k nákupu či prodeji cenných papírů (včetně poplatků za zobchodování tzv. derivátů), poplatky za zapůjčení cenných papírů, poplatky spojené s čerpáním úvěru od obchodníka ať v peněžní formě či formě cenných papírů (tzv. REPO obchody a revezní REPO obchody), poplatky za správu cenných papírů na účtu klienty, úroky z čerpaných úvěrů od obchodníka s cennými papíry apod.

V případě tzv. derivátů do „Veškerých nákladů“ *nepatří* cena opce (opční prémie, angl. option premium) – ani cena opce zaplacená za nákup opce a ani cena opce přijatá při vypsání (writing) opce, dále do „Veškerých nákladů“ *nepatří* ani částky vložené z účtu klienta u obchodníka s cennými papíry u obchodovaných futures kontraktů na maržový účet a ani případně částky vložené klientem u forwardových kontraktů na maržový účet a dále do „Veškerých nákladů“ *nepatří* pochopitelně ani jakékoliv platby v okamžiku uzavření případně uzavřené úrokových, měnových či úrokově-měnových swapů.

V případě opční prémie jde o situaci analogickou nákupu či prodeji akcie – majetek klienta není nákupem či prodejem akcie za „správnou tržní cenu“ vůbec dotčen, pouze se změnila forma majetku klienta – místo peněžních prostředků má klient na svém účtu u obchodníka cennými papíry akcie (ev. nakoupené opce, ev. prodané opce). Ostatně samotnou cenu akcie můžeme chápat jako odměnu za poskytnutí typicky čtyř opčních práv – práva podílet se na řízení společnosti, práva podílet se na výnosu společnosti, práva podílet se na likvidačním zůstatku a práva podílet se na navyšování základního kapitálu.

V případě futures kontraktů jde o situaci, kdy část peněžních prostředků klienta je alokována na maržovém účtu na kterém se budou vypořádávat zisky/ztráty z pohybu cen futures kontraktů na denní bázi. Z hlediska vlastnického je peněžní částka na maržovém účtu stále majetkem klienta. Názorněji – klient má pohledávku z titulu peněžních prostředků uložených u „správce“ maržového účtu. O část prostředků deponovaných na maržovém účtu klient přichází výhradně díky změnám tržních cen futures kontraktů, ev. tržních cen faktorů určujících cenu forwardových kontraktů zobchodovaných klientem, např. velikost referenčních úrokových sazeb, měnových kurzů atd. a nikoliv v důsledku toho, že klient převedl prostředky na maržový účet.

V případě uzavření úrokového, měnového nebo úrokově-měnového swapu nedochází v okamžiku uzavření swapu k jakýmkoliv platbám (s výjimkou případně placených poplatků za sjednání swapu). V případě, že byl swap uzavřen za netržní cenu, je nutné do „Veškerých

nákladů“ zahrnout i částku rozdílu mezi tržní a netržní cenou, tj. zahrnout zisk/ztrátu vzniklou v důsledku uzavření swapu za netržní cenu.

V případě, že shora uvedené deriváty (a ostatně i standardní finanční instrumenty, jakými jsou akcie, dluhopisy či podílové listy) jsou uzavřeny za „ netržní ceny“, vstupuje do „Veškerých nákladů“ i částka majetkové újmy (ev. majetkového prospěchu), která vznikla (ev. který vznikl) klientovi v souvislosti s obchodem uzavřeným za netržní cenu.

Průměrný čistý majetek na účtu (Prumerny cisty majetek na uctu)

Velikost jmenovatele ukazatele „Průměrný čistý majetek na účtu“ ze jmenovatele ukazatele C/E ve zvoleném období je počítána v ideálním případě jako součet velikostí „Čistého majetku klienta“ (angl. Net Equity) na majetkovém účtu klienta u obchodníka s cennými papíry na konci každého obchodního dne ve zkoumaném období děleno počtem obchodních dní ve zkoumaném období. Takto je stanovena denní velikost „Průměrného čistého majetku na účtu klienta“ ze jmenovatele ukazatele C/E.

Názorněji: „Čistý majetek klienta“ (angl. Net Equity) (přesnější by byl pojem „čistý majetek na zákaznickově (klientově) účtu“) (ke konkrétnímu dni) je „velikost tržní ceny všech nakoupených investičních instrumentů a peněžních prostředků držených (= uložených) na účtu Klienta u obchodníka cennými papíry“ ke konci obchodního dne. Pro ilustraci: Pokud zákazník obchodníka CP ke konkrétnímu datu vloží na svůj dosud „prázdný“ majetkový účet částku 100 000 CZK a obchodník CP půjčí zákazníkovi částku 200 000 CZK, které jsou opět vloženy na účet zákazníka, dosahuje ke konkrétnímu datu velikost „čistého majetku zákazníka“ (tj. na zákaznickově účtu) částky 300 000 Kč (a zákazník tuto částku může celou nebo částečně použít např. k nákupu cenných papírů, k placení poplatků obchodníkovi atd.). Pojem „net equity“ tedy neznamená „čistý majetek zákazníka“ tak, jak je chápán v standardní ekonomické praxi, který je zjevně pouhých 100 000 CZK {= „čistý majetek na účtu zákazníka“ (300 000 Kč) MINUS „závazky zákazníka vůči obchodníkovi za přijatý úvěr“ (200 000 Kč)}.

U definice pojmu „Net Equity“ tak, jak se vyskytuje pro potřeby výpočtu ukazatele C/E, dochází k odlišnému pojetí kategorie – „čistý“ („net“), kdy pojem „čistý majetek na zákaznickově účtu“ je odbornou ekonomickou veřejností chápán spíše z pohledu „účetního“ – tj. jako „čistý majetek zákazníka“ – tj. jako na majetek zákazníka zbylý zákazníkovi po odečtení všech zákaznickových závazků, které vyplývají z majetku drženého na účtu zákazníka u obchodníka cennými papíry a u dalších subjektů“).

Z hlediska znaleckého zkoumání má smysl zkoumat případnou existenci churningu zpravidla po dobu trvání obchodního vztahu klienta a obchodníka s cennými papíry. Za počáteční datum pro výpočet ukazatelů churningu je vhodné považovat vložení peněžních prostředků na účet klienta u obchodníka cennými papíry a konec obchodního vztahu až do dne, kdy byly peněžní prostředky klientovi vráceny, popřípadě až do dne zadaného znalci. Protože Stanovisko KCP předpokládá, že churning je prováděn na účtu klienta u obchodníka s cennými papíry, je vhodné kvantifikovat velikost ukazatelů pro churning na celém majetku klienta u obchodníka, tj. na „součtu“ majetkového účtu klienta i peněžního účtu klienta u obchodníka cennými papíry (ev. na součtu všech majetkových i peněžních účtů klienta u obchodníka), které zkráceně budeme jen jako „účet klienta“.

Velikost Net Equity snižují poplatky placené obchodníkovi a popř. burze cenných papírů (poplatky jsou placeny z prostředků klienta a tedy snižují velikost Net Equity na účtu klienta u obchodníka cenných papírů a zvyšují náklady hrazené klientem). Připomeňme, že v případě opce klientem placená opční prémie (option premium) není poplatkem placeným klientem (tj. kupujícím opce), tj. není nákladem placeným klientem (a nemění typicky ani velikost Net Equity – pokud je tedy opce koupena za tzv. „správnou tržní cenu“). Právě tak vypsaná opční

prémie není výnosem klienta, který mění velikost nákladů hrazených klientem (a nemění typicky ani velikost Net Equity – pokud je opce vypsána za tzv. „správnou tržní cenu“).

Velikost Net Equity je v případě nákupu či prodeje opcí (opčních kontraktů) ovlivněna velikostí součtu třech dále uvedených částí u kupujícího i prodávajícího opce.

1. V případě kupujícího opce (tj. v případě, že je počítáno Net Equity na účtu klienta, který nakoupil opci),
 - a) velikostí opční prémie, kterou zaplatí kupující v okamžiku nákupu opce, je odepsána klientovi z jeho finančního účtu.
 - b) PLUS velikostí tržní ceny opční prémie, za kterou by kupující opce mohl opci prodat (jde o tzv. Net Present Value ceny opce) v konkrétním dni ve kterém se počítá Net Equity klienta – typicky jde o tzv. „close price“ opce. (Poznámka: I když se Net Equity počítá vždy ke konci obchodního dne, tj. po vypořádání pozic na maržových účtech klienta, bude v den pořízení opce nejpravděpodobněji dopad do Net Equity kupujícího opce spíše „malý“.),
 - c) PLUS velikostí přírůstku majetku, který může nastat u kupujícího v důsledku teoretického uplatnění opce v příslušném dni. (Jde o tzv. zisk kupujícího z přecenění opční pozice – u kupujícího opce nabývá hodnot „nula“ až teoreticky „PLUS nekonečno“).
2. V případě prodávajícího (vypisovatele) opce,
 - a) velikostí opční prémie, kterou obdrží prodávající opce v okamžiku prodeje opce, je připsána prodávajícímu (klientovi) na jeho finanční účet (ev. na maržový účet klienta),
 - b) PLUS velikostí tržní ceny opční prémie, za kterou by prodávající opce mohl opci koupit (jde o tzv. Net Present Value ceny opce) v konkrétním dni ve kterém se počítá Net Equity klienta. (Poznámka: I když se Net Equity počítá vždy ke konci obchodního dne, tj. po vypořádání pozic na maržových účtech klienta, bude v den vypsání opce nejpravděpodobněji dopad do Net Equity klienta vypisovatele opce spíše „malý“.),
 - c) PLUS velikostí přírůstku majetku, který může nastat u prodávajícího v důsledku teoretického uplatnění opce kupujícím v příslušném dni. (Jde o tzv. zisk prodávajícího z přecenění opční pozice – u prodávajícího opce nabývá hodnoty „nula“ až teoreticky „MINUS nekonečno“).

Při stanovení velikosti Net Equity je v případě nákupu (long pozice) či prodeje (short pozice) **futures kontraktu** Net Equity ovlivněna dále uvedenými skutečnostmi.

Za nákup (ev. prodej) futures kontraktu klient platí obchodníkovi cennými papíry ev. i burze cenných papírů poplatek, který je nákladem klienta a velikost takto placených poplatků tedy snižuje velikost Net Equity klienta a vstupuje do čitatele ukazatele Cost-to-Equity.

Při výpočtu Net Equity se nezahrnuje do „čistého majetku klienta“ (tj. do Net Equity) „nominální hodnota“ nakoupeného či prodaného futures kontraktu. Nákupem či prodejem futures kontraktu na účtu klienta u obchodníka cennými papíry (tj. na účtu, na kterém se stanoví Net Equity) současně vzniká pohledávka a závazek (ve výši „nominální hodnoty“ futures – analogickým způsobem jako je tomu u nákupu akcie, což ve svém důsledku nemá jakýkoliv dopad do velikosti majetku klienta vedeného na majetkovém účtu u obchodníka cennými papíry.

Poznámka: „Nominální (= hypotetická = obchodovaná) hodnota“ futures kontraktu je částka, která je vystavena riziku změny tržní ceny. Například, koupí-li si klient futures na dodání 100 000 ks akcií po 20 USD/kus s dodáním 31. 12. 2016 je „nominální hodnotou“ futures částka 2 mil. USD (= 100 000 ks krát 20 USD/1ks). „Realizací futures“ z našeho

příkladu chápeme fyzické dodání a fyzické zaplacení akcií dodaných 31. 12. 2016. Navíc by případné chybné (!) zahrnutí „nominální hodnoty“ futures do Net Equity způsobilo, že velikost „Net Equity“ by byla typicky obrovská, tedy obrovská by byla i velikost „Průměrného čistého majetku“ na účtu klienta, tj. hodnota ukazatele C/E by byla typicky zanedbatelně velká, což by „skoro vždy“ vedlo k tomu, že pokud účtu klienta někdy byly obchodovány futures, velikost ukazatele C/E by nikdy nemohla indikovat existenci churningu!

Při výpočtu Net Equity se do velikosti Net Equity promítají zisky/ztráty z tržního přecenění futures kontraktu. (Je tomu analogicky jako v případě, že do portfolia klienta jsou nakoupeny akcie s dobou dodání a zaplacení například 2 roky ode dne uzavření obchodu.)

Poznámka: Pokud je futures kontrakt plněn (vypořádán) v peněžní formě, je zmíněné plnění zahrnuto již v ziscích/ztrátách z tržního přecenění futures kontraktu na maržovém účtu. Případné dodání pokladového fyzického aktiva (např. elektrické energie) za cenu sjednanou ve futures kontraktu z titulu realizace futures a jeho zaplacení, se už ve velikosti Net Equity neprojeví.

V případě úrokových, měnových a úrokově měnových swapů se do velikosti Net Equity promítnou pouze změny v důsledku přecenění zmíněných swapů a jak již bylo uvedeno dříve, případný cenový rozdíl vzniklý při uzavření swapu za netržní cenu.

„Ukazatel četnosti nákupů a prodejů na účtu (In and Out Trading)“

Ukazatel četnosti nákupů a prodejů na účtu (In and Out Trading) by měl dle Stanoviska KCP zjistit, během jak dlouhého časového období jsou nakoupené investiční instrumenty opět prodány. Nepřiměřeně vysoký počet intraday nebo krátkodobých obchodů by měl naznačovat neúčelné nákupy a prodeje. Jako indikátor churningu je regulátorem posuzována situace, kdy je 50 % hodnoty majetku na účtu drženo méně než 15 dní.

V případě obchodů tzv. deriváty zde vzniká vážný problém spočívající v tom, že nákup či prodej futures kontraktů díky své velké „nominální hodnotě“ vystavené tržním rizikům, může nepříznivě ovlivnit velikost ukazatele „In and Out Trading“, neboť peněžní prostředky vložené na maržový účet klienta u „správce“ futures nemusí vydržet ani jednotky dní. Uvedená skutečnost vede autora tohoto článku závěru, že používat ukazatel „In a Out Trading“ jako indikátor možného churningu je v případě termínových kontraktů typu futures a forwardů (zejména měnových) obecně notně ošemetné a diskutabilní. Z ekonomického hlediska je situace velmi podobná např. u obchodů akciemi některých ETF fondů, které do kontraktů typu futures dle svých prospektů emitenta výrazně investují.

„Ukazatel výše nákladů ve vztahu ke ztrátě“

Ukazatel výše nákladů ve vztahu ke ztrátě zjišťuje, jakou částí se částka „Výše nákladů“ (typicky poplatky placené klientem a úrokové náklady) podílí na celkové ztrátě na účtu klienta u obchodníka s cennými papíry, tj. fakticky za celou dobu trvání obchodního vztahu klienta s obchodníkem cennými papíry, během něhož klient z obchodování utrpěl majetkovou újmu. Podle názoru regulátora lze nadměrné obchodování spatřovat v situaci, kdy ukazatel převyšuje 50 %. V případě dosažení zisku uvedený ukazatel není aplikovatelný. Avšak z hlediska znalecké praxe, kolik klientů bude nespokojených s postupem obchodníka cennými papíry, když obchodník – i přes porušení vzájemných ústních dohod či uzavřených smluv – majetek klienta zhodnotí?

Použití ukazatelů pro zjištění nadměrného obchodování (churningu) u tzv. derivátů

V případě, že účet klienta obsahuje deriváty a případně i velké obchody na maržin (maržové obchody), není příliš smysluplné používat ukazatel „In and Out Trading“ a ukazatel

„Výše nákladů ve vztahu ke ztrátě“. Oba posledně zmíněné ukazatele z podstaty své existence nedávají příliš silné vodítko k identifikaci možného churningu a tak fakticky zbývá pouze ukazatel Cost to Equity (C/E), který je nutno spočítat na roční bázi (tj. annualizovaně s využitím počtu obchodních dní v roce)!!! Z ekonomického hlediska je při výpočtu ukazatele C/E hledána odpověď na otázku, jak velká musí být průměrná roční míra výnosnosti „Průměrného čistého majetku“ držného na účtu klienta za kalendářní rok, aby klient byl schopen uhradit z ročního výnosu zaplacené „Veškeré náklady“ (tj. z logiky požadavku na „annualizovaný výpočet“ C/E se jednat o poměrnou uměle dopočtenou část „Veškerých nákladů“, která připadá na jeden kalendářní rok obsažený ve zkoumaném období).

Stanovisko KCP uvádí (viz Obr. 1) jakým způsobem je nutno přistoupit k použití ukazatele churningu.

Obr. 1: Vztah ukazatele C/E k nadměrnému obchodování

Tabulka č. 2: Vztah C/E k nadměrnému obchodování	
Výše nákladů ve vztahu k průměrnému čistému majetku zákazníka (p. a.)	Nadměrnost obchodování (churning)
4 %	<u>Možnost churningu</u> (nadměrné obchodování u <u>konzervativních zákazníků</u>)
8 %	<u>Presumpce churningu</u> (nadměrné obchodování u <u>běžných zákazníků</u>)
12 %	<u>Přítomnost churningu</u> (nadměrné obchodování u <u>spekulativních zákazníků</u>)

Zdroj: KCP (2006, s. 4).

Je zřejmé, že hodnoty ukazatele C/E překračující 4 % indikují možnost nadměrného obchodování u konzervativně investujících klientů, hodnoty C/E překračující 8 % pak možnost nadměrného obchodování u standardních (běžných) klientů a hodnoty C/E překračující 12 % pak možnost nadměrného obchodování u klientů, kteří jsou ochotni při svém investování podstupovat velká rizika ztráty majetku.

Je vhodné připomenout, že samotné překročení hodnot ukazatelů C/E a ani jiných ukazatelů, není postačující k prokázání churningu. Nutné je vedle toho především prokázat existenci „kontroly nad zákaznickým účtem“ u obchodníka s cennými papíry.

Kvantifikace majetkové újmy klienta v důsledku churningu

Stanovisko KCP sice dává velmi hrubý návod na to, jak zjistit zda na zákaznickově účtu u obchodníka došlo k nadměrnému obchodování, tj. zda se obchodník s cennými papíry dopustil správního deliktu. Protože nadměrné obchodování (churning) je vedle správního deliktu rovněž „nekalá obchodní praktika“, ze které vzniká Klientovi majetková újma, je nutné uvedenou majetkovou újmu vzniklou Klientovi rovněž kvantifikovat. Z ekonomického hlediska vzniká problém, jakým způsobem kvantifikovat velikost majetkové újmy, která byla Klientovi způsobena nadměrným obchodováním. Stanovisko KCP přímo ani nepřímo nedává návod na

to, jakým způsobem určit velikost majetkové újmy, která vznikla klientovi v důsledku nadměrného obchodování.

Nyní si popíšeme, jakým způsobem můžeme kvantifikovat velikost majetkové újmy vzniklé klientovi v důsledku nadměrného obchodování na jeho účtu (účtech) u obchodníka s cennými papíry. Již prastarý článek (Harvard Law Review, 1967) konstatuje, že výpočet náhrady klientovi poškozeného churningem je velmi složitý, aniž ovšem dává návod na to, jak uvedenou náhradu zjistit. Článek pouze konstatuje, že v pojetí „Quasi-contractual Recovery“ by měl obchodník vrátit klientovi majetkový prospěch, který získal obchodník díky churningu. V pojetí „Out of Pocket Recovery“ by měl obchodník vrátit klientovi postiženému churningem i peněžní prostředky, o které klient přišel v důsledku churningu. V pojetí „Loss of Bargain Recovery“ by měl obchodník nahradit klientovi i zisk z ušlé obchodní příležitosti. Poslední zmíněný způsob je ovšem z hlediska praktického jen velmi obtížně znalecky prokazatelný, a proto se jím autor v této práci nezabývá. Na základě uvedeného se autor této práce přiklání při kvantifikaci majetkové újmy klienta vzniklé klientovi v důsledku nadměrného obchodování na jeho účtu u obchodníka vycházet z „Out of Pocket Recovery“.

Dále si ukážeme praktický postup, jakým můžeme kvantifikovat velikost majetkové újmy vzniklé klientovi v důsledku churningu. Vyjděme ze situace, kdy je klientovi ke dni konce zkoumaného období (typicky jde o den ukončení obchodů či den ukončení obchodního vztahu klienta s obchodníkem) zjištěn churning (včetně prokázané „kontroly obchodníka nad účtem zákazníka“) na klientově majetkovém účtu.

Nejprve uměle dopočteme hodnoty ukazatelů C/E pro každý obchodní den za celou dobu trvání obchodního vztahu klienta s obchodníkem (popř. i jiné spočteme jiné ukazatele indikující churning). Technickým indikátorem existence churningu v každém obchodním dni je dosažení příslušné velikosti ukazatele C/E (4 % nebo 8 % nebo 12 %) ke konci příslušného obchodního dne. Ke konci obchodního dne představuje položka čistý majetek klienta (Net Equity) zachycená na denních peněžní částku, kterou by Klient mohl získat při prodeji svého majetku (včetně uzavření pozic u termínových kontraktů futures) za tržní cenu ke konci příslušného obchodního dne.

Pro ilustraci si můžeme ukázat, jakým způsobem lze přistupovat ke kvantifikaci majetkové újmy v obou případech s využitím shora uvedeného indikátoru C/E (a ev. i jiných ukazatelů churningu):

1. Přístup („Quasi-contractual Recovery“) – majetková újma klienta v důsledku churningu je tvořena „Veškerými náklady“ (tj. čitatelem z ukazatele C/E) klienta ke dni ukončení obchodů MINUS „Veškeré náklady“ klienta před dnem a včetně dne, kdy bylo indikováno poprvé „nadměrné obchodování“ vyjádřené indikátorem (C/E) (a případně i jiným ukazatelem). Nebo
2. přístup („Out of Pocket Recovery“) majetková újma klienta v důsledku churningu je tvořena „Cenou majetku Klienta (Net Equity) na účtu u obchodníka cennými papíry ke konci dne, před nímž vzniklo nadměrné obchodování vyjádřené indikátorem (C/E)“ MINUS „Cena majetku Klienta (Net Equity) na účtu obchodníka ke dni ukončení obchodů na konci zkoumaného období“.

Výhodou prvního způsobu (ad. 1.), tj. „sčítání nadměrných poplatků placených Klientem obchodníkovi“ je velká srozumitelnost a názornost uvedeného postupu. Nevhodným důsledkem uvedeného postupu je, že zůstává možnost, že klientem placená výše poplatků po dni, kdy je dosaženo churningu, závisí i na velikosti vývoje cen cenných papírů (vč. derivátů) na trhu po dni, kdy je dosaženo churningu.

Nadměrné obchodování z povahy věci ekonomicky znamená, že klient (na doporučení obchodníka CP) platí „moc“ na poplatcích obchodníkovi. Z uvedeného je zřejmé, že z existence churningu logicky vždy vyplývá skutečnost, že velikost placených poplatků obchodníkovi (včetně úrokových nákladů placených klientem) vždy ovlivní i budoucí strukturu investic klienta! Názorně: Klient utratil „moc“ za poplatky a nemá pak prostředky na investice, které by mohl jinak uskutečnit. Navíc nadměrné obchodování potenciálně způsobuje to, že klient bývá vystaven mnohem větším rizikům úbytku svého majetku z titulu toho, že obchodník cennými papíry Klienta vystaví vyšším rizikům poklesu úbytku majetku nežli by tomu bylo v případě, pokud by k churningu nedošlo. Názorně: Klient na doporučení obchodníka CP vypíše (= prodá) větší množství opcí, aby obchodník CP získal větší poplatky, a tím se klient vystaví většímu riziku ztráty a podobně.

Výhodou druhého způsobu (ad 2.), tj. „provedení fiktivního odprodeje portfolia klienta v den nastání churningu“ je to, že klientovi už po datu překročení hranice „churningu“ nevzniká majetková újma (či prospěch) v důsledku dalších placených poplatků klientem, ani v důsledku nevhodného pohybu tržních cen nakoupených cenných papírů v portfoliu klienta a ani v důsledku možného zvýšeného rizika vzniku majetkové újmy z nevhodné struktury investovaného majetku. Tedy Klient v případě prokázání churningu obdrží zpět stav svého portfolia ve výši Net Equity před dnem, kdy byl poprvé detekován churning pomocí ukazatele (C/E) – tj. klient případně ještě uhradí čerpané úvěry od obchodníka cennými papíry a ponechá si peněžní částku (či její ekvivalent v cenných papírech apod.), zatímco obchodník si ponechá výsledky „svého“ investování na klientově účtu u obchodníka, ke dni ukončení obchodů, tj. ke dni v němž již bylo indikováno nadměrné obchodování na klientově účtu.

Tj. po dni „nastání churningu“ (vyjádřeným ukazatelem C/E) už u tohoto postupu kvantifikace majetkové újmy neexistuje ekonomická budoucnost, která může být jakkoliv ovlivněna velikostí klientem placených poplatků „v budoucnu“, a ani nemůže být ovlivněna pohybem tržních cen.

Z toho, že „obchodník má kontrolu nad účtem zákazníka (klienta)“ zároveň vyplývá, že ekonomické důsledky svých poradenských aktivit nese sám obchodník cennými papíry a velikost majetkové újmy není jak pro klienta, tak i pro obchodníka cennými papíry ani pozitivně ani negativně ovlivněna pohybem tržních cen investičních nástrojů a dalšími poplatky placenými po nastání stavu churningu.

Závěr

V práci byl ukázán způsob, jakým je možno v soudně znalecké praxi přistupovat k problematice prokazování existence nadměrného obchodování (angl. churningu) na majetkovém účtu klienta obchodníka s cennými papíry, tj. prokazování tzv. kontroly obchodníka nad zákaznickým účtem i problematiku výpočtu ukazatelů (zejména Cost to Equity) indikujících vznik nadměrného obchodování, přičemž na majetkovém účtu klienta jsou obchodovány tzv. deriváty – především futures, opce a dále ETF fondy investující podstatnou část svých aktiv do futures a opcí. Zvláštní pozornost pak byla věnována problematice kvantifikace velikosti majetkové újmy vzniklé klientovi v důsledku nadměrného obchodování, která není předmětem zájmu regulatorních orgánů a tedy ani předpisů vydávaných regulátory kapitálových trhů.

Literatura:

- [1] Astarita M. J. (2010): *Churned or Traded? To the uninitiated, sometimes a trading account looks like a churned account.* [online], Montclair, VGIS Communications, c2010, [cit. 13. 10. 2014], <<http://www.seclaw.com/docs/598Churning.htm>>.

- [2] ČNB (2011): *Rozhodnutí o rozkladu č. j. 2011/3575/110*. [online], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 15. 10. 2014],
<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_z_pravy_cnb/2011/download/20111212_capital_partners_rozhodnuti.pdf>.
- [3] ČNB (2014a): *Informace k nadměrnému obchodování (tzv. Churningu)*. [online], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 13. 10. 2014],
<http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/osobni_finance/investice/moznosti_investovani/churning.html>.
- [4] ČNB (2014b): *Odpověď na podání do ČNB autorem dne 14. 3. 2014 pod identifikátorem 00736824d7127cf9b625386ecbb3f6d0*. Praha, Česká národní banka, c2014
- [5] Dvořák, P. (2012): *K některým otázkám zjišťování churningu u derivátů*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 4, s. 6-14.
- [6] Fletcher III, C. E. (1988): *Sophisticated Investors under the Federal Securities Laws*. Duke Law Journal, 1988, roč. 38, č. 6, s. 1081-1154.
- [7] Harvard Law Review (1967): *Churning by Securities Dealers*. Harvard Law Review, 1967, roč. 80, č. 4, s. 869-886.
- [8] KCP (2006): *Stanovisko Komise pro cenné papíry č. STAN/1/2006*. Praha, Komise pro cenné papíry, c2006, [cit. 15. 10. 2014],
<https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/archiv_KCP/download/get_dms_file347.pdf>.
- [9] Odean T. (1999): *Do Investors Trade Too Much?* American Economic Review, 1999, roč. 89, č. 5, s. 1279-1298.

Problematika zjišťování churningu u termínových kontraktů

Jaroslav Brada

ABSTRAKT

Článek ukazuje způsob jakým je možno v soudně znalecké praxi přistupovat k problematice prokazování existence nadměrného obchodování na majetkovém účtu klienta obchodníka s cennými papíry, přičemž na majetkovém účtu klienta jsou obchodovány tzv. deriváty – především futures, opce a ETF fondy investující podstatnou část svých aktiv do futures a opcí. Dále jsou v práci popsány, které pomohou v soudně znalecké praxi indikovat tzv. kontrolu obchodníka cennými papíry nad zákaznickým účtem klienta. Je diskutována rovněž problematika výpočtů ukazatelů (především C/E) a neexistence jednoznačných algoritmů, které popisují způsob výpočtů ukazatelů indikujících nadměrné obchodování a to nejen u portfolií obsahujících deriváty. Zvláštní pozornost je věnována problematice stanovení velikosti majetkové újmy vzniklé klientovi v důsledku nadměrného obchodování.

Klíčová slova: Churning; Deriváty; Cost to Equity.

The Problem of Churning Detection in Derivatives

ABSTRACT

The paper shows the way you can in forensic practice solve problem of proving the existence of excessive trading (churning) in client securities account held by securities dealer. Mentioned securities account held derivatives also. Derivatives are especially futures, options and ETF funds that invest a substantial portion of its own assets in futures and options. Furthermore, the work describe how it is possible in the forensic practice prove the “control of trader over customer account”. It is also discussed the issue of calculation of indicators (esp. Cost to Equity) and the absence of clear algorithms that describe how the calculations of indicators of churning should be done and not only for portfolios (client accounts) containing derivatives. Special attention is paid to the determination of the size of property damage (loss) calculation by churning to the client.

Key words: Churning; Derivatives; Cost to Equity.

JEL classification: G28, K22, G30.