

TOMASZ REGUCKI*

MANIPULACJA INSTRUMENTEM FINANSOWYM W ŚWIETLE ROZPORZĄDZENIA MAR

I. WPROWADZENIE

W 1540 r. florencki kupiec Gaspare Ducci, antycypując emisję dłużnych papierów wartościowych przez królestwo Portugalii, zorganizował na giełdzie w Antwerpii syndykat, za pomocą którego wprowadził na rynek dużą liczbę weksli po niskich cenach. Wysoki popyt na weksle spowodował odpływ wolnych środków pieniężnych z rynku, a mówiąc precyzyjnie, akumulację gotówki przez Gaspare Ducciego. W momencie emisji portugalskich dłużnych papierów wartościowych manipulant był jedynym podmiotem, który dysponował wystarczającą ilością wolnych środków pieniężnych, aby zaspokoić potrzeby pożyczkowe królestwa portugalskiego, co umożliwiło mu zawyżenie oczekiwanej stopy procentowej¹.

Niespełna 200 lat później, w 1720 r. w Wielkiej Brytanii, miała miejsce afera Kompanii Mórz Południowych. Emisja opierała się na konwersji długu rządu brytyjskiego na akcje spółki, która miała monopol na handel z Ameryką Południową. Skomplikowana struktura emisji połączona z celowymi działaniami kierownictwa Kompanii mającymi na celu zawyżenie ceny emisyjnej spowodowały bańkę spekulacyjną o niespotykanej wcześniej skali, przy cenach rynkowych akcji o wartości nominalnej 100 funtów przekraczających 1000 funtów. Tuż po osiągnięciu szczytu doszło do gwałtownego załamania oraz fali bankructw².

* Autor jest pracownikiem naukowym Instytutu Allerhanda oraz doktorantem w Katedrze Polityki Gospodarczej na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

¹ Zob. G. Poitras: *Valuation of Equity Securities: History, Theory and Application*, Singapore 2011, s. 128.

² Szerzej na temat anatomii bańki spekulacyjnej Kompanii Mórz Południowych zob. np. E. Chancellor: *Historia spekulacji finansowych*, Warszawa 2001, s. 88–132.

21 lutego 1814 r. londyńską giełdę papierów wartościowych obiegła informacja o śmierci Napoleona oraz przywróceniu władzy Burbonów (co oznaczałoby koniec wojny z Francją). Doniesienia te spowodowały gwałtowny wzrost cen brytyjskich dłużnych papierów wartościowych. Informacje o zawarciu pokoju zostały zdementowane dopiero w godzinach wieczornych, po realizacji zysków przez manipulantów, od których pochodziła nieprawdziwa wiadomość³.

Z kolei działania amerykańskich grup spekulacyjnych w latach 20. XX w. powodowały zawyżenie cen akcji na giełdzie nowojorskiej. Gwałtowne spadki cen w momencie „pęknięcia” baniek spekulacyjnych (tzw. czarny czwartek 24 października 1929 r.) stanowiły iskrę rozpoczynającą Wielki Kryzys, największy kryzys gospodarczy XX w. oraz niewątpliwie jedną z największych katastrof ekonomicznych w historii.

Po niecałych stu latach, w przededniu największego jak do tej pory kryzysu gospodarczego XXI w., cena akcji niemieckiego koncernu Volkswagen wzrosła z poziomu 210,85 euro na zamknięciu sesji giełdowej w piątek, 24 października 2008 r. do poziomu 1005,01 euro podczas sesji we wtorek, 28 października 2008 r. W tym dniu Volkswagen stał się największą spółką świata pod względem kapitalizacji rynkowej⁴, po czym kurs akcji znacznie się obniżył. Opisywane zawirowania były efektem manipulacji dokonanej przez koncern Porsche.

Historia rynków finansowych od początków czasów nowożytnych przepełniona jest przypadkami podobnych nadużyć. Zagrożenia związane z wykorzystywaniem informacji poufnych, rozprzestrzenianiem pogłosek mających wpłynąć na ceny akcji, wykorzystywaniem dominującej pozycji na rynku danego instrumentu, zawieraniu transakcji, których jedynym celem jest oddziaływanie na kurs instrumentów finansowych, wykorzystywaniu złożonych strategii obejmujących transakcje na powiązanych ze sobą instrumentach oraz wszelkimi innymi nadużyciami są wpisane w samą naturę zorganizowanego obrotu.

Nie można jednak zapominać o istotnej roli, jaką rynki finansowe odgrywają w gospodarkach wolnorynkowych. Możliwość wyemitowania akcji stanowi atrakcyjne źródło finansowania dla przedsiębiorstw, a z perspektywy inwestora rynek finansowy jest alternatywą w przedmiocie ulokowania wolnych środków pieniężnych. Aby jednak funkcje rynku finansowego mogły być w sposób prawidłowy realizowane, konieczne jest stworzenie odpowiednich ram prawnych, zmierzających do ochrony inwestorów przed nadużyciami⁵.

³ P. Johnson: *Making the Market. Victorian Origins of Corporate Capitalism*, New York 2010, s. 215–216.

⁴ K.R.L. Godfrey: *Detecting the great short squeeze on Volkswagen*, *Pacific-Basin Finance Journal* 2016, Vol. 40, s. 323.

⁵ Fundamentalnie na temat konieczności ochrony inwestora na rynku kapitałowym J. Dybiński (w.): *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 1265–1271. Zob. także M. Spyra (w.): *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 38–57.

W 2014 r. uchwalono rozporządzenie MAR⁶, które weszło w życie w dniu 13 lipca 2016 r. Niniejszy artykuł ma na celu kompleksową analizę problematyki manipulacji instrumentem finansowym z uwzględnieniem zmian w polskim systemie prawnym. W drugiej części artykułu przedstawiono ewolucję norm prawa Unii Europejskiej poświęconych manipulacji na tle polskich przepisów odnoszących się do tej problematyki, wraz z opisem obecnie obowiązujących przepisów rozporządzenia MAR oraz podstawową typologią działań manipulacyjnych. W trzeciej części w sposób szczegółowy przedstawiono istotę manipulacji instrumentem finansowym oraz przeanalizowano kluczowe dla tego pojęcia przesłanki: 1) wprowadzenie w błąd co do popytu i podaży na instrument finansowy; 2) nienaturalne lub sztuczne ustalenie ceny instrumentu finansowego oraz 3) wpłynięcie na cenę instrumentu finansowego związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp. W celu zaprezentowania jak najpełniejszej analizy, na początku części trzeciej przedstawiono także w zarysie sposób zawierania transakcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W czwartej części dokonano opisu przestępstwa manipulacji w punktu widzenia prawa karnego. Piąta część poświęcona została manipulacji instrumentem finansowym w praktyce obrotu — analizę przepisów poświęconych manipulacji zestawiono z głośnymi przypadkami nadużyć zarówno na polskim, jak i na zagranicznych rynkach kapitałowych. Szósta część zawiera podsumowanie prowadzonych rozważań.

II. EWOLUCJA NORM W ZAKRESIE MANIPULACJI INSTRUMENTEM FINANSOWYM

1. MANIPULACJA INSTRUMENTEM FINANSOWYM W PRZEPISACH DYREKTYWY MAD

Regulacje prawa Unii Europejskiej poświęcone nadużyciom sięgają końca lat 80. Pierwszą dyrektywą poświęconą tej problematyce była uchwalona 13 listopada 1989 r. dyrektywa insider dealing⁷. Normy dyrektywy odnosiły się wyłącznie do problemu wykorzystywania oraz ujawniania informacji poufnych, nie regulując manipulacji instrumentem finansowym. Dyrektywa insider dealing została uchylona przez dyrektywę MAD, uchwaloną 28 stycznia 2003 r.⁸

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014 r., s. 1, w niniejszym artykule: rozporządzenie MAR.

⁷ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, OJ L 334, 18.11.1989, s. 30–32; w niniejszym artykule: dyrektywa insider dealing.

⁸ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003 r., s. 16; w niniejszym artykule: dyrektywa MAD.

Dyrektywa MAD stworzyła nowoczesną strukturę ram prawnych, mających w sposób całościowy odnosić się do problematyki nadużyć na rynku. Normy dyrektywy objęły dwa rodzaje nadużyć, tzn. wykorzystywanie informacji poufnych⁹ oraz manipulację instrumentem finansowym¹⁰. Stworzona została precyzyjna definicja manipulacji instrumentem finansowym, której struktura nie uległa znaczącym zmianom w rozporządzeniu MAR.

Artykuł 1 ust. 2 dyrektywy MAD wskazał na cztery rodzaje czynności, które stanowią manipulację. Zgodnie z przywołanym przepisem manipulacją na rynku jest: 1) zawieranie transakcji lub składanie zleceń, które dają, lub prawdopodobnie dawałyby, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały dotyczące podaży, popytu lub ceny instrumentów finansowych, lub 2) zawieranie transakcji lub składanie zleceń, które zapewniają, przez osobę lub osoby działające w porozumieniu, cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienormalnym lub sztucznym poziomie, a także 3) zawieranie transakcji lub składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów oraz 4) rozpowszechnianie informacji poprzez media, także Internet, lub innymi sposobami, które dają, lub mogłyby dawać, fałszywe lub wprowadzające w błąd sygnały w odniesieniu do instrumentów finansowych, w tym upowszechnianie plotek oraz informacji fałszywych i wprowadzających w błąd.

Ponadto, europejski ustawodawca w art. 1 ust. 2 dyrektywy MAD wskazał na przykładowe praktyki manipulacyjne, takie jak zapewnienie pozycji dominującej nad podażą lub popytem na instrument finansowy, nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zamknięciu rynku, osiąganie korzyści z rozpowszechniania informacji przy użyciu mediów tradycyjnych lub elektronicznych.

Na płaszczyźnie normatywnej prawo Unii Europejskiej zawierało tym samym następujące kategorie manipulacji: 1) manipulacja przez składanie zleceń, których efektem jest stworzenie fałszywych sygnałów dotyczących popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego lub ustalenie ceny instrumentu finansowego na nienaturalnym lub sztucznym poziomie; 2) manipulacja przez składanie zleceń przy użyciu fikcyjnych procedur lub innych form oszustw lub podstępów, a także 3) manipulacja przez rozpowszechnianie informacji.

⁹ Problematyka informacji poufnych oraz obowiązków informacyjnych nie jest przedmiotem rozważań zawartych w niniejszym artykule. W kontekście wejścia w życie rozporządzenia MAR na ten temat zob. T. Regucki: *W poszukiwaniu nowego modelu regulacji stałych obowiązków informacyjnych spółek giełdowych w perspektywie zmian regulacji Unii Europejskiej. Ujęcie prawno-ekonomiczne z uwzględnieniem ekonometrycznej analizy wpływu realizacji obowiązków informacyjnych na ceny akcji emitentów*, Internetowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ 2014, nr 4, s. 45–77.

¹⁰ Zob. pkt 12 motywów dyrektywy MAD.

2. MANIPULACJA INSTRUMENTEM FINANSOWYM W PRZEPISACH ROZPORZĄDZENIA MAR

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2008 r., spowodował weryfikację najważniejszych norm regulujących europejskie rynki finansowe, w tym przepisów dyrektywy MAD. Wskazano, że pomiędzy krajami członkowskimi zachodziły rozbieżności w kwestii implementacji dyrektywy, co pociągało za sobą konieczność stworzenia jednolitych, precyzyjnych ram prawnych w celu uniknięcia arbitrażu regulacyjnego¹¹. Co więcej, konieczność stworzenia zestandaryzowanych przepisów w formie rozporządzenia mającego bezpośrednie zastosowanie wiąże się również z postępującą globalizacją rynków finansowych, większym zakresem międzynarodowej wymiany handlowej oraz powiększającym się potencjałem technologicznym. Uchwalenie rozporządzenia MAR miało na celu także przeciwdziałanie nowym zjawiskom nadużyć na rynku finansowym, uwzględnienie nowoczesnych instrumentów finansowych, jak i rozszerzenie zakazu manipulacji na inne rynki niż rynek regulowany¹².

Analizując rozporządzenie MAR w odniesieniu do problematyki manipulacji instrumentem finansowym, należy przede wszystkim wskazać na dwie płaszczyzny różnic pomiędzy starym a nowym stanem prawnym.

Pierwszą z nich jest rozszerzenie zakazu manipulacji na inne rynki¹³. Dyrektywa MAD miała zastosowanie wyłącznie do instrumentów finansowych notowanych lub ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym w co najmniej jednym państwie członkowskim, a także do instrumentów finansowych niedopuszczonych do obrotu, lecz których wartość zależy od instrumentów na rynku regulowanym (art. 9 dyrektywy). Tym samym przepisy dyrektywy MAD nie odnosiły się w szczególności do wielostronnych platform obrotu (MTF)¹⁴ oraz zorganizowanych

¹¹ Por. pkt 4 i 8 motywów rozporządzenia MAR.

¹² Zob. uwagi na temat motywów wprowadzenia rozporządzenia MAR oraz głównych zmian przewidzianych przez europejskiego ustawodawcę w: A. Błachnio-Parzych, I. Seredyńska: *Wykorzystanie informacji poufnej i manipulacja na rynku — nowe projekty Komisji Europejskiej przeciwdziałające nadużyciom na rynku*, Europejski Przegląd Sądowy 2013, nr 6, s. 24 i n. Na temat motywów wprowadzenia rozporządzenia MAR zob. także J. Dybiński (w:) *System...*, *op. cit.*, s. 1335–1336.

¹³ Przepisy rozporządzenia MAR w kwestii typologii segmentów rynku finansowego odwołują się do przepisów dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014 r., s. 349; w niniejszym artykule: dyrektywa MiFID II.

¹⁴ Wielostronna platforma obrotu (*multilateral trading facility*, MTF) jest to, zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy MiFID II, system wielostronny prowadzony przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku, który kojarzy wiele deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie — w systemie i zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego — w sposób skutkujący zawarciem kontraktu. Są to platformy o niższym standardzie regulacji, niższych wymogach stawianych emitentom, a tym samym o niższych kosztach ponoszonych przez emitentów w związku z notowaniami w zorganizowanym obrocie. Możliwość notowania akcji w ramach MTF adresowana jest głównie do przedsiębiorstw mniejszych rozmiarów, które wykazują się dużym potencjałem wzrostu. W Polsce taką platformę stanowią utworzony w 2007 r. i prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie NewConnect oraz Alternatywny System Obrotu BondSpot. Szerzej na temat wielostronnych platform obrotu zob. np. M. Mosionek-Schweda: *Wpływ wielostronnych platform*

platform obrotu (OTF)¹⁵. Zgodnie z rozporządzeniem MAR zakazem manipulacji objęte są zarówno instrumenty finansowe dopuszczone lub będące przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, jak i instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na MTF, dopuszczone lub będące przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na MTF, a także instrumenty, które są przedmiotem obrotu na OTF (art. 2 ust. 1 lit. a, b i c rozporządzenia MAR)¹⁶.

Drugim aspektem rozporządzenia MAR zawierającym istotne zmiany w porównaniu z poprzednim stanem prawnym jest rozszerzenie przedmiotowego katalogu instrumentów, których dotyczy zakaz manipulacji. W pierwszej kolejności wskazać należy na zachowania związane z wyznaczaniem wskaźników referencyjnych, tzn. wskaźników, indeksów lub liczb, na podstawie których ustalana jest kwota do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego (art. 2 ust. 2 lit. c oraz art. 12 ust. 1 lit. d rozporządzenia MAR). Przepis ten ma zastosowanie w szczególności do stóp procentowych na rynku międzybankowym, niemniej szeroka definicja wskaźnika referencyjnego implikuje objęcie przepisami dotyczącymi manipulacji wszelkich innych wskaźników, stanowiących podstawę do obliczania należności z tytułu instrumentów finansowych, zwłaszcza instrumentów pochodnych¹⁷. Zgodnie z art. 2 ust. 1 lit. d rozporządzenie MAR dotyczy także instrumentów finansowych nienotowanych na rynku regulowanym, MTF lub OTF, których wartość lub cena zależą od ceny lub wartości notowanych instrumentów lub mają na nie wpływ, którymi są między innymi swapy ryzyka kredytowego (*credit default swap*, CDS) oraz kontrakty na różnice kursowe (*contract for difference*, CFD).

Ponadto, rozszerzenie zakresu norm dotyczących manipulacji instrumentem finansowym odnosi się również w pewnym zakresie do rynku towarowego (ryнку kasowego w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 16 rozporządzenia MAR¹⁸). Europejski

obrotu na funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2015, nr 855, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 74, t. 1, s. 139–151.

¹⁵ Zorganizowana platforma obrotu (*organized trading facility*, OTF) jest to, zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 23 dyrektywy MiFID II, system wielostronny niebędący rynkiem regulowanym ani MTF, w ramach którego umożliwia się interakcję wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji lub instrumentów pochodnych. Kategoria OTF została wyodrębniona przez przepisy dyrektywy MiFID II (poprzedni stan prawny odnosił się wyłącznie do MTF) i zawiera w sobie systemy obrotu niebędące rynkami regulowanymi ani MTF, na których można handlować dłużnymi papierami wartościowymi oraz innymi wskazanymi instrumentami, które jednak nie mają udziałowego charakteru (na platformie OTF nie dochodzi tym samym do handlu akcjami). Na temat różnic pomiędzy poszczególnymi rynkami zob. np. *MiFID II: The new market structure paradigm*, Linklaters 2014.

¹⁶ Na temat konieczności objęcia regulacją przeciwdziałającą manipulacji na rynkach MTF i OTF por. także pkt 8 motywów rozporządzenia MAR.

¹⁷ Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 29 rozporządzenia MAR przez wskaźnik referencyjny rozumieć należy dowolny opublikowany wskaźnik, indeks lub liczbę, udostępniane publicznie lub publikowane, określane okresowo lub regularnie przy zastosowaniu wzoru lub na podstawie wartości jednego lub większej liczby aktywów lub cen bazowych, w tym cen szacunkowych, rzeczywistych lub szacunkowych stóp procentowych lub innych wartości, lub danych z przeprowadzonych badań, w odniesieniu do których określa się kwotę do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego lub wartość instrumentu finansowego.

¹⁸ Przepisy rozporządzenia MAR jako rynek kasowy określają rynek towarowy, na którym towary sprzedawane są za gotówkę i dostarczane są niezwłocznie po rozliczeniu transakcji, a także inne rynki niefinansowe, takie

ustawodawca słusznie podkreślił, że strategie manipulacyjne mogą dotyczyć nie tylko jednego instrumentu, lecz z uwagi na globalny i współzależny charakter rynków także wielu instrumentów na powiązanych ze sobą rynkach, w tym na rynkach towarowych¹⁹. Jednocześnie zakres oddziaływania rozporządzenia MAR na rynki towarowe został ograniczony wyłącznie do sytuacji, w których transakcje na rynku towarowym mogą wpływać na instrumenty finansowe, oraz transakcje na instrumentach finansowych, które mogą oddziaływać na rynek towarowy (art. 2 ust. 2 lit. a i b rozporządzenia MAR). Innymi słowy, europejski ustawodawca w kontekście rynku towarowego (kasowego) nakazał stosowanie przepisów dotyczących manipulacji jedynie w sytuacji wzajemnych powiązań pomiędzy rynkiem finansowym a rynkiem towarowym, wyłączając spod rozporządzenia MAR takie transakcje, które dotyczą wyłącznie rynku towarowego²⁰. Innym instrumentem objętym przepisami rozporządzenia są uprawnienia do emisji, zarówno te mające charakter instrumentów finansowych, jak i takie uprawnienia do emisji, które nie są instrumentami finansowymi (art. 2 ust. 1 akapit 2 rozporządzenia MAR)²¹.

Mając na uwadze powyżej opisane zmiany, warto jeszcze raz podkreślić, że sama istota pojęcia manipulacji instrumentem finansowym, a tym samym przesłanki uznania danego działania za manipulację nie uległy znacznym modyfikacjom. *Novum* rozporządzenia MAR w kontekście manipulacji instrumentem finansowym polega z jednej strony na objęciu przepisami zakazującymi manipulacji innych rynków niż rynek regulowany, a z drugiej strony uwzględnieniu szerszego spektrum instrumentów, których dotyczyć może zakaz manipulacji. Przepisy określające manipulację zostały także zredagowane w sposób szerszy oraz bardziej szczegółowy, co wiąże się z bezpośrednim stosowaniem rozporządzenia, w przeciwieństwie do dyrektywy, która z samej swojej istoty ustanawia tylko pewne ramy regulacji²². Definicję manipulacji na rynku zawiera art. 12 rozporządzenia MAR. Przepis ten zawiera cztery rodzaje działań, które stanowią manipulację.

Pierwsze dwa rodzaje działań stanowiących manipulację określa art. 12 ust. 1 lit. a przywołanego przepisu. Manipulację stanowią zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne zachowania, które: 1) wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy, powiązany kontrakt towarowy na rynku kasowym lub sprzedawany na aukcji produkt oparty na uprawnieniach do

jak terminowe rynki towarowe. Definicja ta może być myląca, ponieważ w nauce finansów rynkiem kasowym (spot) określa się po prostu rynek transakcji natychmiastowych na każdym instrumencie finansowym, przeciwstawiając go rynkowi terminowemu, który opiera się na odroczonej płatności. Zob. np. J. Czekaj, J. Raganiewicz (w:) *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, pod red. J. Czekaja, Warszawa 2008, s. 16–17.

¹⁹ Zob. pkt 20 motywów rozporządzenia MAR.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ W niniejszym opracowaniu w celu zachowania przejrzystości prowadzonych rozważań posłużono się głównie pojęciem instrumentu finansowego, należy jednak pamiętać, że w razie braku wyraźnego odmiennego zastrzeżenia przedstawione analizy mają także zastosowanie do powiązanego kontraktu towarowego na rynku kasowym oraz produktu opartego na uprawnieniach do emisji.

²² Podkreślają to A. Błachnio-Parzych, I. Sereżyńska: *Wykorzystanie...*, *op. cit.*, s. 25.

emisji, lub co do ich ceny, lub 2) utrzymują albo mogą utrzymywać cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych, powiązanego kontraktu towarowego na rynku kasowym lub sprzedawanego na aukcji produktu opartego na uprawnieniach do emisji na nienaturalnym lub sztucznym poziomie.

Przepis ten jest odpowiednikiem art. 1 ust. 2 lit. a dyrektywy MAD, z dwiema różnicami. Po pierwsze, co opisano powyżej, uwzględnia on także instrumenty rynku kasowego (towarowego) oraz uprawnienia do emisji. Po drugie natomiast, stanowi on nie tylko o „składaniu zleceń” lub „zawieraniu transakcji”, lecz także o „innych zachowaniach”, które mogą prowadzić do manipulacyjnego skutku. Opiszana zmiana redakcyjna — rozszerzenie praktyk manipulacyjnych opisanych w tej jednostce tekstu prawnego także na inne zachowania — sprowadza się do tego, że wskazane w omawianym przepisie rodzaje praktyk manipulacyjnych nie muszą mieć swojego źródła w składaniu zleceń, mogą to być zachowania niezwiązane w sposób bezpośredni z zawieraniem transakcji w obrocie giełdowym. Tym samym wymaga pewnych modyfikacji przywoływany wielokrotnie w literaturze podział na manipulacje przez transakcje oraz manipulacje przez rozpowszechnianie informacji²³. Tego rodzaju wyróżnienie może być użyteczne w perspektywie dydaktycznej lub naukowej, niemniej na gruncie normatywnym, z uwagi na wprowadzone zmiany, nie jest ono już tak istotne, jeżeli chodzi o samą kwalifikację danego czynu.

Drugi rodzaj zachowania stanowiącego manipulację zawarto w art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR. Zgodnie z tym przepisem manipulacją jest zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne działania lub zachowania wpływające albo mogące wpływać na cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych, powiązanego kontraktu towarowego na rynku kasowym lub sprzedawanego na aukcji produktu opartego na uprawnieniach do emisji, związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp. Przywołany przepis jest odpowiednikiem art. 1 ust. 2 lit. b dyrektywy MAD, przy analogicznych modyfikacjach co scharakteryzowane powyżej w kontekście pierwszego zawartego w przywołanym przepisie opisu zachowań manipulacyjnych — przedmiotowy zakres uwzględnia niektóre instrumenty rynku towarowego oraz uprawnienia do emisji, a ponadto europejski ustawodawca rozszerza katalog działań stanowiących manipulację o „inne zachowania”.

Trzecim rodzajem manipulacji jest manipulacja w oparciu o informacje. Zgodnie z art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR manipulację stanowi rozpowszechnianie za pośrednictwem mediów, w tym Internetu, lub przy użyciu innych środków, informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy, powiązany kontrakt towarowy na rynku kasowym lub sprzedawany na aukcji produkt oparty na uprawnieniach do emisji, lub co do ich ceny, lub zapewniają utrzymanie się lub mogą zapewnić utrzymanie

²³ Por. uwagi w części II.3 niniejszego artykułu.

się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych, powiązanego kontraktu towarowego na rynku kasowym lub sprzedawanego na aukcji produktu opartego na uprawnieniach do emisji na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, w tym rozpowszechnianie plotek, w przypadku gdy osoba rozpowszechniająca te informacje wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te były fałszywe lub wprowadzające w błąd. Tak jak w przypadku poprzednich przywołanych przepisów, również powyższa norma ma swój odpowiednik w dyrektywie MAD (art. 1 ust. 2 lit. c). W przypadku manipulacji przez informacje wystąpiła istotna zmiana w porównaniu z poprzednim stanem prawnym, polegająca na zlikwidowaniu odwołania do zasad regulujących wykonywanie zawodu dziennikarza — rozporządzenie MAR nie wprowadza rozróżnienia związanego z faktem wykonywania przez manipulantę zawodu dziennikarza.

Ostatni rodzaj manipulacji przewidzianej przepisami rozporządzenia MAR jest związany z manipulacją dotyczącą wskaźnika referencyjnego. Zgodnie z art. 12 ust. 1 lit. d manipulacją jest przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji lub dostarczanie fałszywych lub wprowadzających w błąd danych dotyczących wskaźnika referencyjnego, jeżeli osoba przekazująca informacje lub dostarczająca dane wiedziała lub powinna była wiedzieć, że są one fałszywe i wprowadzające w błąd, lub każde inne zachowanie stanowiące manipulowanie obliczaniem wskaźnika referencyjnego.

W odniesieniu do oddziaływania na wartość wskaźnika referencyjnego europejski ustawodawca w jednym przepisie zakazuje zarówno manipulacji przez informacje, jak i wszelkich innych zachowań zniekształcających obliczanie wskaźnika. Przepis ten stanowi jedną z przedmiotowych zmian wprowadzonych przez rozporządzenie MAR i nie ma odpowiednika w dyrektywie MAD.

Warto dodać, że normy poświęcone manipulacji instrumentem finansowym znajdują się zarówno w rozporządzeniu MAR, jak i w kilku innych aktach normatywnych uchwalonych przez europejskiego ustawodawcę. W rozporządzeniu MAR kluczowe znaczenie ma art. 12, jak i załącznik I rozporządzenia MAR, który zawiera okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen (sekcja A) oraz okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane ze stosowaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp (sekcja B). Okoliczności te zostały następnie doprecyzowane w załączniku II rozporządzenia delegowanego 2016/522²⁴.

²⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia, Dz. Urz. UE L 88 z 5.04.2016 r., s. 1, w niniejszym artykule: rozporządzenie delegowane 2016/522.

Ponadto, w czerwcu 2016 r. uchwalone zostało rozporządzenie odnoszące się do problematyki wskaźników referencyjnych²⁵.

3. NORMATYWNA TYPOLOGIA DZIAŁAŃ MANIPULACYJNYCH W ŚWIETLE ROZPORZĄDZENIA MAR

W dalszej kolejności, w oparciu o powyżej przedstawioną analizę przepisów rozporządzenia MAR, warto zaprezentować normatywną typologię działań manipulacyjnych. Typologia ta pozwoli na wyodrębnienie przesłanek manipulacji, które zostaną w sposób szczegółowy scharakteryzowane w dalszej części niniejszego artykułu.

W literaturze występuje kilka podziałów zjawisk manipulacyjnych. W pierwszej kolejności wyróżnia się manipulacje poprzez transakcje oraz manipulacje poprzez rozpowszechnianie informacji, przy czym w ramach pierwszej z wymienionych kategorii wyodrębnić można dodatkowo transakcje fikcyjne oraz manipulację cenową²⁶. Niekiedy manipulacje poprzez transakcje określa się jako manipulacje bezpośrednie, ponieważ opierają się na mechanizmie zawierania transakcji, natomiast manipulacje informacyjne określane są mianem manipulacji pośrednich; dodatkową kategorią jest także manipulacja wartością przedsiębiorstwa²⁷. Bardziej złożona klasyfikacja wyróżnia manipulacje informacyjne, manipulacje oparte na fikcyjnych transakcjach oraz manipulacje cenowe, w ramach których wyodrębnić można manipulacje oparte na handlu, kontrolę nad rynkiem oraz manipulacje oparte na kontraktowaniu (*contract-based manipulations*)²⁸.

Powyżej przywołane podejścia są zasadniczo poprawne w perspektywie opisu złożonego zjawiska, jakim jest manipulacja na rynku, niemniej w niewystarczającym stopniu uwzględniają warstwę normatywną dotyczącą manipulacji. W tym miejscu warto zaprezentować alternatywną typologię, która jako punkt wyjścia przyjmie przedstawioną powyżej analizę przepisów rozporządzenia MAR.

W pierwszej kolejności należy zauważyć, że w ramach struktury przepisów określających manipulację można wyodrębnić z jednej strony kategorię działań manipulacyjnych, tzn. czynności podejmowanych przez manipulanta, a z drugiej

²⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016 r., s. 1.

²⁶ Tak A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2012, s. 869–870.

²⁷ Taką typologię zaprezentował C.B. Martysz: *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015, rozdział IV.1. Autor ten wyróżnia jeszcze jedną kategorię nadużyć, tzn. wykorzystanie informacji poufnych i tajemnicy zawodowej, takie działanie stanowi jednak inny niż manipulacja rodzaj nadużyć, który znajduje się poza zakresem rozważań zawartych w niniejszym artykule.

²⁸ E. Avgouelas: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, New York 2005, s. 119.

przedmiotowe przesłanki manipulacji, czyli wpływ działań manipulant na obraz rynku²⁹. Takie podejście pozwala na lepsze zrozumienie istoty przestępstwa manipulacji oraz stanowi punkt wyjścia do analizy samych przesłanek manipulacji. Warto także pamiętać, że prezentowana systematyka ma zasadniczo charakter typologii, nie zaś klasyfikacji, tzn. w pewnych przypadkach działania manipulacyjne nie mają rozłącznego charakteru i mogą spełniać przesłanki więcej niż jednego typu czynów wskazanych w art. 12 rozporządzenia MAR.

Działaniami manipulacyjnymi w świetle rozporządzenia MAR są: 1) składanie zleceń lub zawieranie transakcji (art. 12 ust. 1 lit. a i b rozporządzenia MAR); 2) rozpowszechnianie informacji (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR) oraz 3) inne działania lub zachowania (art. 12 ust. 1 lit. a i b). Za odrębną kategorię uznać należy wszelkie działania zmierzające do manipulacji wskaźnikiem referencyjnym, tzn. zarówno przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji lub danych dotyczących tego wskaźnika, jak i każde inne zachowanie stanowiące manipulację obliczaniem wskaźnika referencyjnego (art. 12 ust. 1 lit. d rozporządzenia MAR).

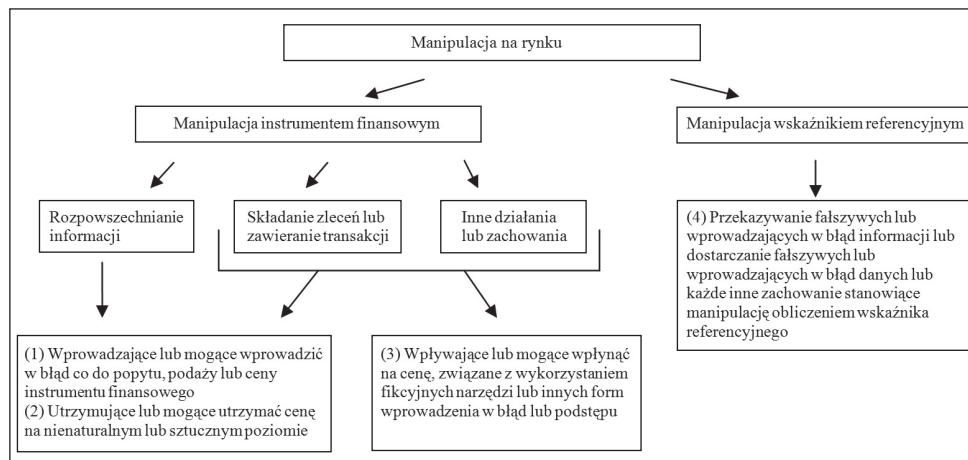
Jeżeli chodzi o sam wpływ działań manipulant na obraz rynku (realizację przesłanek manipulacji), to wyodrębnić należy: 1) wprowadzenie lub możliwość wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego (art. 12 ust. 1 lit. a tiret i oraz lit. c rozporządzenia MAR); 2) utrzymanie lub możliwość utrzymania ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie (art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii oraz lit. c rozporządzenia MAR) oraz 3) wpłynięcie lub możliwość wpłynięcia na cenę w związku z wykorzystaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp (art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR). Powyżej wymienione przesłanki (1 i 2) mogą wiązać się zarówno z działaniami polegającymi na składaniu zleceń lub zawieraniu transakcji, jak i z innymi działaniami lub zachowaniami, a także z rozpowszechnianiem informacji. Jeżeli chodzi o przesłankę (3), to jest ona związana ze składaniem zleceń lub zawieraniem transakcji lub innymi działaniami i zachowaniami, ale już nie z rozpowszechnianiem informacji. Jak wskazano powyżej, manipulacja wskaźnikiem referencyjnym stanowi normatywnie odrębny typ manipulacji, który wiąże się z wprowadzeniem w błąd odnośnie do wartości wskaźnika lub innym działaniem łączącym się z manipulacją jego obliczaniem (art. 12 ust. 1 lit. d rozporządzenia MAR)³⁰.

Powyższe rozważania, za pomocą których wyodrębniono kategorię działań oraz przesłanek manipulacji, prezentuje schemat 1.

²⁹ Warto w tym miejscu zasignalizować, że przesłanki manipulacji w podanym powyżej rozumieniu nie powinny być określane mianem „skutku” działań manipulant, gdyż manipulację uznać należy za przestępstwo formalne (bezsukutowe). Zagadnienia te opisane zostały w piątej części artykułu.

³⁰ Można mieć wątpliwości co do poprawności konstrukcji przepisu odnoszącego się do manipulacji wskaźnikiem referencyjnym. Zagadnienia te zostały szczegółowo opisane w dalszej części niniejszego artykułu.

Schemat 1. Normatywna typologia manipulacji w świetle rozporządzenia MAR



Źródło: opracowanie własne.

4. ZMIANY W POLSKIM PRAWIE RYNKU KAPITAŁOWEGO Z UWAGI NA WEJŚCIE W ŻYCIE ROZPORZĄDZENIA MAR

Rozporządzenie MAR weszło w życie w dniu 3 lipca 2016 r. W związku z tym przepisy prawa Unii Europejskiej dotyczące nadużyć na rynku od tego dnia są bezpośrednio stosowane, co nie oznacza jednak, że nie są potrzebne działania legislacyjne mające na celu dostosowanie polskiego systemu prawnego do przepisów rozporządzenia MAR. Część przepisów prawa rynku kapitałowego musi zostać uchylona, inne muszą zostać dodane, aby umożliwić bezpośrednie stosowanie prawa Unii Europejskiej. Należy zauważyć, że polski ustawodawca nie dostosował polskiego prawa rynku kapitałowego w odpowiednim terminie — w chwili ukończenia niniejszego artykułu projekt nowelizacji został skierowany do Sejmu³¹.

W odniesieniu do problematyki manipulacji na rynku konieczne zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi³² polegają na uchyleniu przepisów art. 39–45 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (w tym zwłaszcza obecnej definicji manipulacji zawartej w art. 39, który to przepis stanowi implementację

³¹ Zob. Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, druk nr 1097; projekt wpłynął do Sejmu 29 listopada 2016 r. Por. także prace nad nowelizacją, które miały miejsce w Rządowym Centrum Legislacji: Projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, numer projektu w wykazie prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów: UC19, treść projektu wraz z innymi dokumentami dostępna jest na stronie Rządowego Centrum Legislacji: <http://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12284550/katalog/12348364>.

³² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz. U. z 2014 r. poz. 94 ze zm.

art. 1 ust. 2 dyrektywy MAD) oraz zmodyfikowaniu przepisów przewidujących sankcje związane z manipulacją, tj. w szczególności art. 172 oraz art. 183 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³³. W kwestii sankcji karnych projektodawca zdecydował się na bezpośrednie odesłanie do przepisów rozporządzenia MAR. Zabieg ten należy ocenić jako właściwy³⁴.

Sama struktura przepisów dotyczących manipulacji na rynku nie ulegnie zasadniczym zmianom, ponieważ, jak wskazano powyżej, struktura ta nie została w znacznym stopniu zmodyfikowana w związku z uchwaleniem rozporządzenia MAR. Zmiany są analogiczne jak w przypadku opisanych w poprzedniej części różnic pomiędzy dyrektywą MAD a rozporządzeniem MAR.

W kontekście polskiego prawa rynku kapitałowego warto zwrócić uwagę na jedną okoliczność. Polski ustawodawca, implementując art. 1 ust. 2 dyrektywy MAD oraz tworząc definicję manipulacji zawartą w art. 39 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, popełnił błąd polegający na zbyt szerokim określeniu katalogu zachowań manipulacyjnych. Dyrektywa MAD określała wyłącznie cztery zachowania manipulacyjne (zawarte w art. 1 ust. 2 lit. a tiret i i ii, lit. b oraz c dyrektywy MAD), wskazując jednocześnie w dalszej części przepisu na przykładowe zachowania stanowiące manipulację. Polski ustawodawca zbudował szerszy katalog czynów manipulacyjnych, ponieważ zarówno implementował art. 1 ust. 2 lit. a, b oraz c dyrektywy kolejno w art. 39 ust. 2 pkt 1 i 2, 3 oraz 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jak i stworzył odrębne zachowania manipulacyjne przewidziane w art. 39 ust. 2 pkt 5–8, które w zamyśle ustawodawcy europejskiego stanowiły wyłącznie przykłady manipulacji i zawierały się w działaniach opisanych w art. 39 ust. 2 pkt 1–4³⁵. Znaczna część opisu działań manipulacyjnych (zawartych w art. 39) stanowiła tym samym *superfluum*, co nie będzie miało miejsca po nowelizacji polskiego prawa rynku kapitałowego.

³³ Zob. art. 1 pkt 9, pkt 25 oraz pkt 34 projektu ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (druk nr 1097).

³⁴ Konieczność ustanowienia odpowiednich sankcji karnych za manipulację na rynku wprowadza art. 5 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014 r., s. 179. Warto zauważyć, że przepisy przywołanego art. 5 dyrektywy różnią się do przepisów art. 12 rozporządzenia MAR w ten sposób, że nakazują wprowadzanie sankcji karnych wyłącznie w przypadku, w którym doszło do ustalenia ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie lub wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego, ale już nie w przypadku, w którym działania manipulanty spowodowały wyłącznie możliwość takiego efektu. Dopuszczalna byłaby zatem regulacja przewidująca sankcje karne tylko w przypadku wystąpienia określonego skutku. Z uwagi na istotę manipulacji opisaną w dalszej części niniejszego artykułu powiązanie kryminalizacji manipulacji z wystąpieniem określonego skutku nie byłoby rozwiązaniem właściwym. Por. także uwagi w części piątej niniejszego artykułu dotyczące kwalifikacji manipulacji na rynku jako przestępstwa formalnego (bezs skutkowego).

³⁵ Zwraca na to uwagę J. Dybiński (w:) *System..., op. cit.*, s. 1352.

III. ANALIZA PRZESŁANEK MANIPULACJI

1. SPOSÓB ZAWIERANIA TRANSAKCJI ORAZ USTALANIA CENY W ZORGANIZOWANYM SYSTEMIE OBROTU

W pierwszej kolejności warto w sposób skrótowy przedstawić zagadnienia związane ze składaniem zleceń, zawieraniem transakcji oraz ustalaniem ceny w obrocie giełdowym. Charakterystyka ta jest użyteczna dla zrozumienia pojęć, na których opierają się kluczowe przesłanki manipulacji wyodrębnione powyżej, tzn. popyt, podaż i cena instrumentu finansowego, nienaturalny lub sztuczny poziom ceny, czy też wpływ na cenę z wykorzystaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp.

Poniższy opis opiera się na podstawowych mechanizmach funkcjonowania obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie³⁶. Należy pamiętać, że na innych zorganizowanych rynkach — zwłaszcza w alternatywnym systemie obrotu Giełdy Papierów Wartościowych (NewConnect)³⁷, jak również na pozagiełdowym rynku regulowanym (BondSpot) oraz w alternatywnym systemie obrotu rynku pozagiełdowego (BondSpot ASO)³⁸ — podstawowe mechanizmy składania zleceń oraz zawierania transakcji są analogiczne. Dla klarowności prowadzonych rozważań uwaga skupiona zostanie na Giełdzie Papierów Wartościowych jako głównym miejscu obrotu papierami wartościowymi na polskim rynku kapitałowym.

³⁶ Opisywane zagadnienia zostały uregulowane w Regulaminie Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 września 2016 r.), w brzmieniu przyjętym uchwałą nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późniejszymi zmianami, w tym ze zmianami wprowadzonymi uchwałą nr 32/1419/2015 Rady Giełdy z dnia 16 grudnia 2015 r., zmienioną uchwałą nr 39/1458/2016 Rady Giełdy z dnia 16 czerwca 2016 r.; dalej w niniejszym artykule: Regulamin giełdy. Szczegółowe postanowienia w zakresie realizacji zleceń maklerskich zostały zawarte w wydanych przez Zarząd Giełdy Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego w Systemie UTP uchwalonych uchwałą nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r. z późniejszymi zmianami, w tym ze zmianami przewidzianymi uchwałą nr 1131/2016 Zarządu Giełdy z dnia 2 listopada 2016 r.; dalej w niniejszym artykule: SZOG.

³⁷ Zob. załącznik nr 2 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu (według stanu prawnego na dzień 1 sierpnia 2016 r.) — Zasady obrotu instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie obrotu (system UTP), uchwalone uchwałą nr 1335/2012 Zarządu Giełdy z dnia 20 grudnia 2012 r., z późniejszymi zmianami, w szczególności z uwzględnieniem zmian wprowadzonych uchwałą nr 630/2016 Zarządu Giełdy z dnia 16 czerwca 2016 r. Procedury związane z ustalaniem ceny w omawianym w niniejszej części zakresie zasadniczo nie różnią się pomiędzy obrotem na Giełdzie Papierów Wartościowych a na rynku NewConnect.

³⁸ Zob. Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego, rozdział V, § 52 i n. W przypadku regulowanego rynku pozagiełdowego oraz alternatywnego systemu obrotu BondSpot występują bardziej istotne różnice w porównaniu z obrotem na Giełdzie Papierów Wartościowych, które nie są przedmiotem analiz zawartych w niniejszym artykule. Warto zasignalizować, że w szczególności nie występuje faza przed otwarciem (zamiast tego występuje faza animatora), a także ustalone są minimalne wielkości zleceń. Zob. Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego w brzmieniu przyjętym uchwałą nr 22/13 Rady Nadzorczej z dnia 9 maja 2013 r. z późniejszymi zmianami, w szczególności uchwałą nr 15/15 Rady Nadzorczej BondSpot S.A. z dnia 23 listopada 2015 r., oraz Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu organizowanego przez BondSpot S.A. w brzmieniu przyjętym uchwałą nr 153/16 Zarządu BondSpot S.A. z dnia 28 lipca 2016 r., wraz z załącznikiem nr 2 — Zasady obrotu instrumentami dłużnymi.

Zasadniczo w obrocie giełdowym występują dwa rodzaje mechanizmu ustalania ceny, związane z dwoma podstawowymi rodzajami systemów notowań. Pierwszym z nich jest procedura fixingu, tzn. zawieranie transakcji oraz ustalanie ceny w tym samym momencie, w oparciu o zlecenia złożone w wyznaczonym okresie czasu poprzedzającym zawarcie transakcji. W takim przypadku zlecenia składane są w fazie sesji określanej jako faza przed otwarciem (lub przed zamknięciem, w przypadku zakończenia notowań ciągłych). W tym przedziale czasu do arkusza zleceń wprowadzane są zlecenia z określeniem ich wielkości (liczby akcji, którą inwestor pragnie kupić bądź sprzedać) oraz określeniem limitu ceny, tzn. maksymalnej ceny, jaką inwestor jest skłonny zapłacić w przypadku zleceń kupna albo minimalnej ceny, jaką inwestor chce otrzymać w przypadku zleceń sprzedaży.

W momencie otwarcia (zamknięcia) zlecenia przestają być przyjmowane — wyznaczana jest cena transakcji na fixingu. Cena ta ustalana jest w oparciu o wszystkie złożone podczas fazy przed otwarciem (zamknięciem) zlecenia, a podstawą jej wyznaczenia są trzy kryteria, którymi są: 1) maksymalizacja wolumenu obrotu; 2) minimalizacja różnicy pomiędzy wielkością popytu a wielkością podaży, tzn. minimalizacja niemożliwych do realizacji zleceń po danej cenie, oraz 3) minimalizacja różnicy pomiędzy kursem określanym a kursem odniesienia³⁹. Kryteria te stosowane są kolejno, tzn. drugie kryterium stanowi podstawę wyznaczenia ceny na fixingu tylko w przypadku, w którym w oparciu o pierwsze kryterium ustalenie ceny nie jest jednoznaczne, natomiast trzecie kryterium stosowane jest wyłącznie wtedy, kiedy cena nie jest możliwa do ustalenia ani w oparciu o pierwsze, ani w oparciu o drugie kryterium.

Patrząc na te zagadnienia nieco inaczej, należy zauważyć, że po złożeniu przez inwestorów zleceń, każdemu możliwemu poziomowi ceny można przypisać liczbę transakcji, która zostanie zawarta. Jest to możliwe, gdyż cena podawana przez inwestorów jest ceną maksymalną (w przypadku zleceń kupna) lub minimalną (w przypadku zleceń sprzedaży). Innymi słowy, inwestor chcący kupić pakiet akcji po cenie 80 zł za jedną akcję tym bardziej kupi ten sam pakiet po cenie niższej (np. 75 zł za jedną akcję), natomiast inwestor pragnący sprzedać akcje po określonej cenie będzie tym bardziej skłonny sprzedać wskazany pakiet akcji po wyższej cenie. Cena ustalana jest na takim poziomie, który doprowadzi do maksymalizacji liczby transakcji (wolumenu obrotu) — ustalony na fixingu poziom ceny jest tym samym wypadkową wszystkich zleceń kupna oraz sprzedaży złożonych przez inwestorów⁴⁰.

³⁹ § 134 ust. 2 oraz § 145 ust. 2 Regulaminu giełdy.

⁴⁰ Powyższy opis warto w tym miejscu uzupełnić przykładem. Przedmiotem obrotu są akcje spółki X S.A., a kurs odniesienia wynosi 80 zł. Pięciu inwestorów złożyło zlecenia kupna akcji spółki X S.A.: 10 akcji z limitem ceny 83 zł, 10 akcji z limitem ceny 82 zł, 5 akcji z limitem ceny 81 zł, 30 akcji z limitem ceny 80 zł oraz 100 akcji z limitem ceny 79 zł. Tym samym łączna liczba akcji po stronie kupujących (popytowej) ustalona jest na poziomie 10 akcji przy cenie 83 zł, 20 akcji (10+10) przy cenie 82 zł, 25 akcji (10+10+5) przy cenie 81 zł, 55 akcji (10+10+5+30) przy cenie 80 zł oraz 155 akcji (10+10+5+30+100) przy cenie 79 zł. Także pięciu inwestorów złożyło odpowiednie zlecenia sprzedaży: 5 akcji z limitem ceny 79 zł, 20 akcji z limitem ceny 80 zł, 20 akcji

Tym samym oddziaływanie inwestora na cenę odbywa się zawsze poprzez składanie zleceń (cena jest wypadkową zleceń złożonych przez wszystkich inwestorów w fazie przed otwarciem) — wprowadzenie zlecenia oddziałuje na ostateczną cenę w zależności od wielkości oraz limitu ceny przewidzianych w tym zleceniu. Co istotne, w trakcie składania zleceń publikowany jest tzw. teoretyczny kurs otwarcia (TKO), tzn. kurs, jaki zostałby ustalony, gdyby udział w wyznaczaniu go brały zlecenia wprowadzone na daną chwilę.

Drugim systemem zawierania transakcji jest system notowań ciągłych. W tym przypadku transakcje realizowane mogą być w czasie rzeczywistym, przez cały czas trwania notowań. Inwestorzy składają zlecenia, które umieszczane są w arkuszu zleceń (zlecenia oczekujące). W przypadku gdy złożone jest zlecenie przeciwstawne, którego cena jest wyższa lub równa od przynajmniej jednego zlecenia oczekującego (w przypadku złożenia zlecenia kupna) lub niższa bądź równa od przynajmniej jednego zlecenia oczekującego (w przypadku złożenia zlecenia sprzedaży), dochodzi do zawarcia transakcji, po cenie zleceń oczekujących. Kursem akcji jest zawsze cena ostatniej zawartej transakcji⁴¹.

z limitem ceny 81 zł, 15 akcji z limitem ceny 82 zł oraz 50 akcji z limitem ceny 83 zł. Analogicznie jak w przypadku strony kupujących, po stronie sprzedających (podażowej) łączna liczba akcji do sprzedaży wyniesie 5 akcji przy cenie 79 zł, 25 akcji (5+20) przy cenie 80 zł, 45 akcji (5+20+20) przy cenie 81 zł, 60 akcji (5+20+20+15) przy cenie 82 zł oraz 110 akcji (5+20+20+15+50) przy cenie 83 zł. Wyznaczenie ceny w oparciu o pierwsze kryterium — maksymalizacja wolumenu obrotu — opiera się na zbadaniu, przy jakim poziomie ceny dojdzie do zawarcia największej liczby transakcji. W tym celu, dla każdego poziomu ceny, należy wziąć pod uwagę łączną wielkość popytu oraz łączną wielkość podaży oraz ustalić mniejszą z tych wielkości (jest tak, ponieważ aby transakcja mogła dojść do skutku, wielkość popytu musi odpowiadać wielkości podaży, jeżeli jedna z tych wielkości jest większa, część akcji nie będzie mogła zostać kupiona lub sprzedana). Dla uproszczenia przedstawione przykłady przyjęto założenie, że tzw. minimalny krok notowania (najmniejsza wartość, o jaką może się zmienić cena instrumentu finansowego) wynosi 1 zł, tzn. cena musi być wielokrotnością wartości 1 zł i tym samym nie jest możliwe ustalenie ceny na innych poziomach (np. 80,5 zł). W podanym przykładzie maksymalizacja wolumenu obrotu będzie miała miejsce przy cenie na poziomie 80 zł oraz 81 zł — w obu przypadkach wolumen wyniesie 25 akcji. Ponieważ pierwsze kryterium nie dało jednoznacznego rezultatu w kwestii ustalenia ceny, odwołać się należy do drugiego kryterium, tzn. nierównowagi pomiędzy wielkością popytu a wielkością podaży. W przypadku 80 zł nierównowaga wynosi 30 akcji (55–25), w przypadku 81 zł 20 akcji (45–25). Oznacza to, że w przypadku złożenia zleceń takich jak powyżej, cena ustalona zostanie na poziomie 81 zł. Podany przykład ilustruje poniższa tabela, przedstawiająca arkusz zleceń.

Tabela 1. Przykładowy arkusz zleceń na fixingu

Kupno (łącznie)	Kupno (liczba akcji)	Cena	Sprzedaż (liczba akcji)	Sprzedaż (łącznie)		Wolumen	Różnica	Kurs odniesienia
10	10	83	50	110		10	100	3
20	10	82	15	60		20	40	2
25	5	81	20	45		25	20	1
55	30	80	20	25		25	30	0
155	100	79	5	5		5	150	1

Źródło: opracowanie własne.

⁴¹ Powyższy mechanizm także warto zobrazować przykładem. W arkuszu zleceń czterech inwestorów umieszczono następujące zlecenia sprzedaży akcji: sprzedaż 20 akcji po cenie 81 zł, sprzedaż 30 akcji po cenie 82 zł, sprzedaż 55 akcji po cenie 83 zł oraz sprzedaż 200 akcji po cenie 84 zł. Następnie inwestor składa zlecenie kupna 70 akcji z wysokim limitem ceny — 90 zł. W następstwie złożenia tego zlecenia dojdzie do realizacji następujących

W przypadku notowań ciągłych kurs instrumentu finansowego jest to cena, po której zawarta została ostatnia transakcja. Tak jak w przypadku procedury fixingu, wpływ inwestora na cenę ma charakter bezpośredni i jest tożsamy z faktem złożenia odpowiedniego zlecenia.

W obrocie giełdowym akcje notowane są w dwóch podstawowych systemach notowań: notowania jednolite oraz notowania ciągłe⁴². W przypadku notowań jednolitych, transakcje realizowane są w oparciu o opisaną powyżej procedurę fixingu, przy czym ustalenie kursu odbywa się dwukrotnie podczas każdego dnia sesyjnego. W przypadku notowań ciągłych, transakcje realizowane są w oparciu o procedurę fixingu jedynie podczas rozpoczęcia (otwarcie) oraz zakończenia (zamknięcie) notowań, natomiast podczas sesji transakcje realizowane są na bieżąco.

Powyższy opis ma charakter uproszczony, w szczególności pominięto zagadnienia związane z rodzajami zleceń maklerskich, jeżeli chodzi o ustalenie limitu ceny⁴³, okresem ważności zlecenia⁴⁴ oraz dodatkowymi warunkami ważności lub realizacji⁴⁵, ograniczeniami wahań kursów (tzw. widełki), a także minimalnym krokiem notowań (najmniejszą dopuszczalną zmianą ceny). Jest on jednak kluczowy dla dalszej analizy pojęć popytu, podaży, ustalenia ceny związanych z czynami manipulacji instrumentem finansowym. Istotne jest, że pojęcie popytu, podaży oraz ceny instrumenty finansowego nigdy nie funkcjonuje niezależnie od działań inwestora (składanych przez niego zleceń), wielkości te są tożsame z decyzjami inwestycyjnymi podejmowanymi przez podmioty składające zlecenia.

2. POJĘCIE ZŁOŻENIA ZLECENIA A ZASADA PRZYMUSU MAKLERSKIEGO

Przy okazji rozważań poświęconych zawieraniu transakcji oraz ustalaniu kursu giełdowego warto poruszyć zagadnienie związane z cywilnoprawnymi aspektami transakcji giełdowych. Obrót na rynku regulowanym objęty jest zasadą przymusu maklerskiego, co oznacza, że stroną transakcji giełdowej może być wyłącznie

transakcji: 20 akcji po cenie 81 zł, 30 akcji po cenie 82 zł oraz 20 akcji po cenie 83 zł. W arkuszu pozostaną jeszcze niezrealizowane zlecenia sprzedaży 35 akcji (55–20) po cenie 83 zł oraz 200 akcji po cenie 84 zł. Kurs akcji ustalony zostanie na poziomie 83 zł (cena ostatniej zawartej transakcji).

⁴² § 131 ust. 1 Regulaminu giełdy.

⁴³ Poza zleceniami z limitem ceny dopuszczalne są także zlecenia: Po Każdej Cenie (PKC), Po Cenie Rynkowej (PCR), z limitem aktywacji (STOP) oraz ze zmiennym limitem realizacji (PEG). Zob. § 110 Regulaminu giełdy.

⁴⁴ Zlecenie maklerskie może zawierać następujące postanowienia, jeżeli chodzi o jego okres ważności: „Ważne na dzień bieżący” (D), „Ważne do oznaczonego dnia” (WDD), „Ważne na czas nieoznaczony” (WDA), „Ważne do określonego czasu” (WDC), „Ważne na fixing” (WNF) oraz „Ważne na zamknięcie”. Zob. dział IV, § 20 SZOG.

⁴⁵ Dodatkowymi warunkami ważności zleceń są: oznaczenie „Wykonaj i Anuluj” (WIA) oraz „Wykonaj lub Anuluj” (WLA); natomiast dodatkowymi warunkami realizacji jest minimalna wielkość wykonania (MWW) oraz warunek wielkości ujawnianej (WUJ). Zob. dział IV, § 27–30 SZOG.

podmiot posiadający status członka giełdy — z reguły jest to firma inwestycyjna (dom maklerski)⁴⁶. Tym samym, z punktu widzenia prawa cywilnego, stroną transakcji jest dom maklerski, który zawiera transakcje w imieniu własnym i na rachunek klienta.

Inwestor, który składa zlecenia, z materialnoprawnego punktu widzenia nie jest stroną transakcji — jest nią członek giełdy, który działa na jego polecenie i na jego rachunek. Pojawia się w tym kontekście problem, czy inwestorowi — osobie niebędącej stroną transakcji giełdowej — można przypisać odpowiedzialność z tytułu manipulacji. Na tak postawione pytanie należy udzielić odpowiedzi jednoznacznie pozytywnej⁴⁷. W perspektywie manipulacji instrumentem finansowym przez składanie zleceń, sam materialnoprawny aspekt zawierania transakcji nie ma w tym kontekście znaczenia, gdyż to inwestor jest podmiotem inicjującym zlecenie i faktycznie podejmującym decyzję o jego złożeniu, a firma inwestycyjna jest w tej sytuacji wyłącznie pośrednikiem realizującym wolę inwestora. Warto na marginesie dodać, że praktyka zawierania transakcji za pomocą systemu informatycznego jest taka, że inwestor otrzymuje dostęp do platformy transakcyjnej i sam (w sensie technicznym) wprowadza odpowiednie zlecenia, które następnie przekazywane są do systemu informatycznego giełdy, jako zlecenia składane, w sensie cywilnoprawnym, przez członka giełdy i w imieniu tego członka giełdy, ale na rachunek klienta. Złożenie zlecenia przez inwestora, tzn. w sensie cywilnoprawnym wydanie odpowiedniego polecenia firmie inwestycyjnej (za pomocą dostępu do systemu informatycznego, telefonicznie czy też w innej formie) dotyczącego złożenia zlecenia, rozumieć należy jako złożenie zlecenia przez inwestora w rozumieniu art. 12 rozporządzenia MAR⁴⁸.

3. POJĘCIE POPYTU, PODAŻY I CENY INSTRUMENTU FINANSOWEGO W KONTEKŚCIE PRZESŁANKI WPROWADZENIA INWESTORÓW W BŁĄD CO DO POPYTU LUB PODAŻY NA INSTRUMENT FINANSOWY LUB CO DO JEGO CENY

Jak wskazano powyżej, jedną z przesłanek manipulacji jest możliwość wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego. Przepisy rozporządzenia MAR wskazują jednocześnie wiele działań, które mogą doprowadzić

⁴⁶ Zob. art. 31 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zasada przymusu maklerskiego jest zawarta także m.in. w § 60 oraz § 104 Regulaminu giełdy. Warto pamiętać, że członkiem giełdy mogą być także, we wskazanych przypadkach, inne podmioty, fakt ten nie wpływa jednak w żaden sposób na prowadzone w tym miejscu rozważania. Dla uproszczenia analizowana jest wyłącznie sytuacja dokonywania transakcji przez inwestora — klienta firmy inwestycyjnej (domu maklerskiego).

⁴⁷ Tak też K. Korn: *Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym — cz. II*, Transformacje Prawa Prywatnego 2012, nr 4, s. 33.

⁴⁸ Podobnie na gruncie poprzedniego stanu prawnego T. Sójka (w.): *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2015, s. 792, który wskazuje, że zawieranie transakcji oznacza dokonywanie czynności prawnych, których skutki mają obejmować przeniesienie praw z instrumentów finansowych.

do realizacji tejże przesłanki, tzn.: 1) składanie zleceń lub zawieranie transakcji (art. 12 ust. 1 lit. a tiret i rozporządzenia MAR); 2) rozpowszechnianie informacji (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR) oraz 3) inne działania lub zaniechania (art. 12 ust. 1 lit. a tiret i rozporządzenia MAR).

Jeżeli chodzi o samo pojęcie błędu, to w doktrynie trafnie wskazuje się, że dla jego wykładni należy odwołać się do analizy art. 286 kodeksu karnego⁴⁹. Przez błąd w kontekście manipulacji instrumentem finansowym rozumieć należy tym samym fałszywe wyobrażenie danych osób (w tym wypadku ogółu inwestorów) co do stanu faktycznego, tzn. rozbieżność pomiędzy rzeczywistością a odzwierciedleniem rzeczywistości w świadomości inwestorów⁵⁰. Fałszywe wyobrażenie inwestorów dotyczy popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego, tzn. w związku z działaniami manipulanty cechy te są lub mogą być w rzeczywistości inne, niż inwestorzy mają o nich wyobrażenie.

W teorii ekonomii przez popyt oraz podaż rozumieć należy relację pomiędzy ilością dostarczanego na rynek dobra (w tym wypadku liczbą instrumentów finansowych) a jego ceną. Należy podkreślić, że popyt i podaż są funkcjami, tzn. takimi przyporządkowaniami, które każdemu poziomowi ceny przypisują dokładnie jedną wartość ilości dostarczanego dobra⁵¹. Innymi słowy, popyt dostarcza informacji, że przy cenie P_1 inwestorzy będą skłonni kupić liczbę Q_1 określonych instrumentów finansowych, przy cenie P_2 inwestorzy będą skłonni kupić liczbę Q_2 tychże instrumentów itd., dla każdego możliwego poziomu ceny. Analogicznie, podaż określa relację, zgodnie z którą przy cenie P_1 inwestorzy będą skłonni sprzedać liczbę S_1 instrumentów finansowych, przy cenie P_2 liczbę S_2 instrumentów finansowych itd.

Popyt i podaż odpowiadają zatem obrazowi arkusza zleceń⁵², przy czym, co istotne, pojęcia te odnoszą się do ogółu złożonych zleceń oraz hipotetycznych poziomów cen, nie zaś do pojedynczych transakcji, czy też nawet nie do ogółu transakcji zawartych już po ustaleniu ceny. W tym miejscu należy podkreślić, że czym innym są „popyt” i „podaż”, w podanym powyżej rozumieniu, czym innym zaś „wielkość popytu” i „wielkość podaży”. O ile popyt i podaż opisują ogólną relację pomiędzy różnymi poziomami cen a skłonnością do zakupu bądź sprzedaży instrumentów finansowych przez inwestorów, tak wielkość popytu i wielkość podaży informują o konkretnej liczbie instrumentów finansowych przy konkretnym poziomie ceny⁵³.

⁴⁹ Tak m.in. A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku...*, op. cit., s. 870; K. Korn: *Pojęcie...*, cz. II, op. cit., s. 33.

⁵⁰ Por. M. Dąbrowska-Kardas, P. Kardas (w:) *Kodeks karny. Część szczególna*, t. III, *Komentarz do art. 278–363*, pod red. A. Zolla, Warszawa 2016, komentarz do art. 286 k.k., uw. 19.

⁵¹ Zob. np. D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch: *Mikroekonomia*, Warszawa 2007, s. 78–90; R. Cooter, T. Ulen: *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011, s. 25–43; Z. Dach: *Mikroekonomia dla studiów licencjackich*, Kraków 2005, s. 67–92.

⁵² Por. uwagi w poprzedniej części niniejszego artykułu.

⁵³ Przykładowo, poprawnymi zwrotami są „z uwagi na dużą liczbę zleceń kupna złożonych przez inwestorów popyt zwiększył się” (gdym zlecenia spowodowały wzrost liczby deklarowanych do kupna instrumentów finansowych

Cena instrumentu finansowego w ujęciu ekonomicznym to cena równowagi, to znaczy taki poziom ceny, który przy konkretnym poziomie wielkości popytu oraz wielkości podaży zapewnia zrównanie wielkości zapotrzebowania (strona kupująca) oraz wielkości oferowanej (strona sprzedająca)⁵⁴. Wzajemna relacja pomiędzy popytem a podażą prowadzi tym samym do ustalenia takich wielkości popytu i podaży, które zapewniają względną⁵⁵ równowagę pomiędzy nimi. W ten sposób dochodzi do ustalenia ceny rynkowej (ceny instrumentu finansowego).

W tym miejscu należy odnieść prowadzone rozważania do realizacji przesłanek manipulacji, w szczególności odpowiadając na pytanie, jakie konkretne zachowania mogą prowadzić do możliwości wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny w podanym rozumieniu.

3.1. WPROWADZENIE W BŁĄD CO DO POPYTU, PODAŻY LUB CENY POPRZEZ SKŁADANIE ZLECEŃ LUB ZAWIERANIE TRANSAKCJI

Pierwszym rodzajem czynności realizującym omawianą przesłankę jest składanie zleceń lub zawieranie transakcji. W perspektywie błędu co do popytu i podaży odwołać się należy do ekonomicznej istoty transakcji giełdowej, tzn. autentycznego interesu gospodarczego⁵⁶ związanego z sensem danego zlecenia. Jeżeli celem złożenia zlecenia jest oddziaływanie na świadomość inwestorów, nie zaś przeprowadzenie rzeczywistej transakcji nabycia lub zbycia instrumentu finansowego, należy mówić o realizacji przesłanki manipulacji poprzez wprowadzenie w błąd co do popytu lub podaży na instrument finansowy. Należy podkreślić, że istotą rynku jest dostarczenie dóbr przez stronę sprzedających (podażową) podmiotom, którzy zgłaszają na takie dobra zapotrzebowanie — stronie kupujących (popytowej)⁵⁷. Immanentną cechą wymiany rynkowej w takim ujęciu jest właśnie interes gospodarczy stron zaangażowanych w transakcję, a teza o efektywności rynku *implicite* zakłada opieranie się stron transakcji na rzeczywistej chęci realizacji ekonomicznego sensu danej transakcji (nabycia lub sprzedaży dobra). Tym samym wypaczeniem rynku, prowadzącym potencjalnie do jego nieefektywności, jest zaangażowanie

przy każdym poziomie ceny) oraz „przy cenie 100 zł wielkość popytu wynosi 350 akcji” (gdyż informacja dotyczy konkretnej liczby instrumentów finansowych przy konkretnym poziomie ceny), natomiast niepoprawnym zwrotem jest przykładowo „cena wyniosła 100 zł i popyt wyniósł 350 akcji” lub „popyt wzrósł do poziomu 400 akcji” (ponieważ popyt jest funkcją, a nie konkretną wartością).

⁵⁴ W ujęciu graficznym cena równowagi znajduje się w punkcie przecięcia krzywej popytu oraz krzywej podaży. Zob. D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch: *Mikroekonomia, op. cit.*, s. 80.

⁵⁵ Można mówić o względnej równowadze, ponieważ w większości przypadków, z uwagi na różnice w wielkości popytu oraz wielkości podaży, część zleceń nie zostanie zrealizowana. Obrót giełdowy prowadzi do minimalizacji tej nierównowagi (jest to drugie kryterium ustalania ceny podczas fixingu — zob. uwagi we wcześniejszej części niniejszego artykułu).

⁵⁶ Tak trafnie K. Korn: *Pojęcie..., cz. II, op. cit.*, s. 34.

⁵⁷ Por. D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch: *Mikroekonomia, op. cit.*, s. 77–78.

w wymianę handlową podmiotu, którego celem nie jest dokonanie transakcji, ale sam w sobie wpływ na mechanizm wymiany.

Przenosząc te rozważania na grunt obrotu giełdowego, raz jeszcze należy podkreślić, że celem złożenia zlecenia przez inwestora musi być autentyczna chęć dokonania transakcji giełdowej, nie zaś samo w sobie oddziaływanie na obrót giełdowy bez chęci realizacji transakcji. Podstawowym rodzajem czynu realizującego przesłankę wprowadzenia w błąd co do popytu lub podaży instrumentu finansowego jest dokonanie tzw. zlecenia sygnalizacyjnego⁵⁸, tzn. zlecenia, które w swoim założeniu nie ma być zrealizowane. Inni inwestorzy, widząc duże zlecenie wprowadzone do arkusza zleceń, są przekonani o większym popycie lub podaży niż te istniejące w rzeczywistości. Jak wskazano powyżej, popyt i podaż definiuje się właśnie na podstawie ogółu dostępnych zleceń, tak więc złożenie przez inwestora zlecenia, które nie będzie ostatecznie wykonane w formie realizacji transakcji (zlecenie będzie anulowane), stanowi samo w sobie (bez spełnienia innych dodatkowych przesłanek) fałszywy sygnał w zakresie popytu lub podaży, gdyż zniekształca te wielkości. Celem manipulanta jest w takim wypadku wywołanie mylnego przekonania co do popytu i podaży u innych inwestorów oraz w konsekwencji spowodowanie określonych zachowań związanych z nabywaniem i zbywaniem instrumentów finansowych. Inwestorzy przekonani o tym, że istnieje podmiot, który jest skłonny nabyć dużą liczbę akcji, będą bardziej skory do podniesienia ceny we własnych zleceniach, licząc na to, że zwiększony popyt na instrumenty finansowe przełoży się na wzrost ceny, natomiast w przypadku sygnalizacyjnego zlecenia sprzedaży mechanizm oddziaływania będzie przeciwny. Wprowadzenie w błąd może także dotyczyć ceny — przykładowo będzie tak w sytuacji, w której wprowadzone zlecenie sygnalizacyjne w fazie fixingu przełoży się na zawyżenie teoretycznego kursu otwarcia (TKO).

Warto pamiętać, że przesłanką manipulacji jest sama możliwość wprowadzenia w błąd co do podaży lub popytu, co oznacza, że nie jest konieczny jakikolwiek skutek w postaci błędnego przekonania, które wystąpi u inwestorów, czy też faktycznego wpływu działań manipulanta na ustaloną cenę akcji. Także przedstawione powyżej ujęcie popytu oraz podaży, rozumianych przez pryzmat ogółu złożonych transakcji (nie zaś pojedynczego zlecenia czy też wielkości transakcji) eliminuje konieczność analizy, czy dane zlecenie miało faktyczny wpływ na cenę akcji, na przykład w sytuacji, w której takie zlecenie, pomimo jego złożenia, nie brałoby udziału w transakcjach zawieranych podczas fixingu.

Kolejnym przykładem praktyk manipulacyjnych, odnoszących się do wprowadzenia inwestorów w błąd co do popytu lub podaży na instrument finansowy, jest

⁵⁸ Por. A. Błachnio-Parzych: *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011, s. 107. Autorka ta używa sformułowania „transakcje sygnalizacyjne”, niemniej bardziej właściwe wydaje się użycie pojęcia zleceń, gdyż sensem tego rodzaju działań jest właśnie to, aby pomimo złożenia zlecenia do samej transakcji nie doszło.

zawieranie transakcji. W tym wypadku chodzi o tzw. transakcje fikcyjne, tzn. takie transakcje, które pomimo faktu, że są zawierane, nie prowadzą w sensie ekonomicznym do trwałego przeniesienia własności instrumentów finansowych. Z reguły strategia transakcji fikcyjnych polega na zawieraniu wielu transakcji pomiędzy dwoma lub większą liczbą inwestorów działających w porozumieniu (albo też przez jednego inwestora korzystającego z kilku rachunków maklerskich). Trzeba pamiętać, że przeważnie tego rodzaju strategia będzie realizowała inną przesłankę, tzn. ustalenie ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, niemniej możliwa jest także sytuacja, w której celem manipulantów zawierających transakcje fikcyjne jest wyłącznie wprowadzenie w błąd co do popytu i podaży. Głośnym przykładem takich działań z polskiego rynku kapitałowego była manipulacja na akcjach spółki Boryszew S.A.⁵⁹ W okresie od 19 do 30 kwietnia 2013 r. dwoje inwestorów dokonało szeregu transakcji, w wyniku których średni wolumen obrotu wzrósł o 567%, przy czym podczas każdej sesji transakcje pomiędzy inwestorami dokonywane były po tej samej cenie, co wskazuje na to, że głównym celem działań była manipulacja wolumenem obrotu — w przedstawionym stanie doszło tym samym do realizacji przesłanki wprowadzenia w błąd co do popytu lub podaży instrumentu finansowego. Powołany w sprawie biegły wskazał, że najprawdopodobniej rzeczywistym celem działań manipulantów było zwiększenie wolumenu obrotu w celu utrzymania spółki w indeksie WIG20⁶⁰.

3.2. WPROWADZENIE W BŁĄD CO DO POPYTU, PODAŻY LUB CENY PRZEZ ROZPOWSZECHNIANIE INFORMACJI

Innym działaniem, które może realizować przesłankę możliwości wprowadzenia w błąd co do popytu lub podaży na instrument finansowy, jest rozpowszechnianie informacji (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR). Cel manipulant w takim wypadku będzie analogiczny do składania zleceń sygnalizacyjnych, tzn. będzie chodziło o wywołanie u inwestorów błędnego przekonania co do popytu lub podaży na instrument finansowy i tym samym o spowodowanie określonych zachowań odnoszących się do obrotu giełdowego, niemniej anatomia działań jest w tym wypadku całkowicie inna. Manipulant nie będzie korzystał z mechanizmu składania zleceń oraz zawierania transakcji giełdowych, ale za pomocą mediów lub przy użyciu innych środków przekazuje informację wprowadzającą w błąd co do popytu lub podaży na instrument finansowy. Tego typu działania będą z reguły dotyczyły informacji odnoszących się do zamiaru nabywania lub zbywania instrumentów fi-

⁵⁹ Zob. Komunikat w sprawie zaistnienia okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki BORYSZEWSA SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 7 maja 2013 r.

⁶⁰ Prokuratura Okręgowa w Warszawie: akt oskarżenia w sprawie manipulacji akcjami na WIG20 (komunikat), Polska Agencja Prasowa, 25 maja 2015 r., treść komunikatu dostępna jest na stronie: centrumprasowe.pap.pl.

nansowych przez określonego inwestora (popyt lub podaż na instrumenty finansowe) i mogą być rozpowszechniane zarówno przez tego inwestora lub przez osobę trzecią, która za pomocą fałszywych informacji oddziałuje na świadomość innych inwestorów. Bardzo głośnym przykładem manipulacji polegającej na rozpowszechnianiu informacji dotyczącej popytu lub podaży na instrument finansowy była sprawa manipulacji na akcjach koncernu Volkswagen.

Na początku marca 2008 r. pojawiły się doniesienia prasowe, że Porsche planuje zwiększenie udziału kapitałowego w koncernie Volkswagen do 75%. Zarząd Porsche 10 marca 2008 r. wydał oświadczenie, zaprzeczając planom zwiększenia udziału kapitałowego ponad posiadane 42,6%, jednocześnie jednak realizował złożoną strategię zwiększania zaangażowania kapitałowego, która opierała się między innymi na nabyciu rozliczanych gotówkowo opcji, które opiewały na około 31,5% akcji Volkswagen. Dwóch członków zarządu Porsche zostało oskarżonych o manipulacje, polegające na wydaniu wprowadzającego w błąd oświadczenia o braku planów w zakresie zwiększania udziału kapitałowego. Zdaniem prokuratora plany takie istniały co najmniej od lutego 2008 r., a dalsze działania służyły realizacji strategii przejęcia, której istnieniu zaprzeczono⁶¹. Późniejsze ujawnienie faktu posiadania opcji na akcje Volkswagen spowodowało pięciokrotny wzrost cen akcji Volkswagen oraz wielomilionowe zyski koncernu Porsche, kosztem pozostałych uczestników rynku. W marcu 2016 r. z powodu braku dostatecznych dowodów manipulacji oskarżeni członkowie zarządu Porsche zostali uniewinnieni⁶².

Należy podkreślić, że opisywany w tym miejscu rodzaj manipulacji zasadniczo dotyczy wyłącznie informacji dotyczących popytu, podaży oraz ceny instrumentów finansowych. Manipulacja przez informacje, która bezpośrednio oddziałuje na cenę instrumentu finansowego (np. poprzez rozpowszechnianie fałszywych informacji na temat sytuacji finansowej spółki), stanowi realizację przesłanki zapewnienia sztucznego lub nienaturalnego poziomu ceny, która opisana została w kolejnej części niniejszego artykułu.

3.3. INNE ZACHOWANIA ZMIERZAJĄCE DO WPROWADZENIA W BŁĄD CO DO POPYTU, PODAŻY LUB CENY

Ostatnią formą działania manipulanta, która realizować może przesłankę wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego (art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR), są „inne zachowania”. Do tej kategorii przypisać należy wszelkie działania, które nie stanowią składania zleceń lub rozpowszechnia-

⁶¹ Zob. T.M.J. Möllers: *The takeover battle Volkswagen/Porsche: the Piëch-Porsche clan-family clan acquires a majority holding in Volkswagen*, *Capital Markets Law Journal* 2015, Vol. 10, No. 3, s. 415.

⁶² *Wendelin Wiedeking and Holger Härter acquitted of market manipulation*, *Financial Times* z 18 marca 2016 r., tekst dostępny na stronie internetowej: www.ft.com.

nia informacji. Wydaje się, że ta forma manipulacji rzadko kiedy będzie występować w praktyce funkcjonowania rynków kapitałowych, ponieważ większość przypadków wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego będzie dokonywana właśnie przez składanie zleceń lub rozpowszechnianie informacji, niemniej nie można wykluczyć także tego rodzaju praktyk. Przykładem innych działań, które mogłyby wprowadzać w błąd co do popytu lub podaży instrumentu finansowego, mogłoby być przekazanie znaczącemu inwestorowi przez jakąkolwiek osobę nieprawdziwych danych, co skłoniłoby tego inwestora do podjęcia działań w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, których normalnie nie podjąłby (w ten sposób manipulant mógłby zrealizować swój cel w postaci odpowiedniego ukształtowania obrazu rynku), czy też włamanie do systemu informatycznego giełdy oraz modyfikacja informacji przekazywanych inwestorom.

4. PRZESŁANKA NIENATURALNEGO LUB SZTUCZNEGO USTALENIA CENY INSTRUMENTU FINANSOWEGO

Następną przesłanką manipulacji jest utrzymanie lub możliwość utrzymania ceny instrumentu finansowego na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Ustawodawca europejski przewiduje, że ta przesłanka może zostać spełniona w związku z następującymi działaniami: 1) składanie zleceń lub zawieranie transakcji (art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii rozporządzenia MAR); 2) rozpowszechnianie informacji (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR) lub inne zachowania (art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii rozporządzenia MAR). Katalog działań jest w tym wypadku analogiczny jak odniesieniu do powyżej opisanej przesłanki wprowadzenia w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego.

W pierwszej kolejności zauważyć należy, że przywołane przepisy operują pojęciami nienaturalnego poziomu ceny oraz sztucznego poziomu ceny. Rozróżnienie to nie wydaje się mieć w praktyce dużego znaczenia⁶³. Bliższa analiza dwóch zestawionych pojęć wskazywałaby, że pomiędzy ich zakresami zachodzi stosunek zawierania, tzn. każdy poziom ceny, który jest sztuczny, jest zarazem nienaturalnym poziomem ceny. Sztuczny poziom ceny rozumieć należy w tym miejscu jako poziom ceny, który został całkowicie oderwany od jej naturalnego poziomu, natomiast poziom nienaturalny może obejmować także sytuacje nieco mniejszego wpływu na notowania, tzn. takiego poziomu cen, którego nie można określić mianem całkowicie sztucznego, ale jednocześnie, z uwagi na działania manipulant, odbiega od takiego poziomu, który byłby poziomem naturalnym. W niniejszym artykule analiza skupiona została głównie na pojęciu „naturalnego poziomu ceny” oraz przeciw-

⁶³ Podobnie jeszcze na gruncie poprzedniego stanu prawnego K. Korn: *Pojęcie...*, cz. II, *op. cit.*, s. 39; M. Glicz: *Manipulacja instrumentem finansowym jako nadużycie na rynku kapitałowym*, Gdańskie Studia Prawnicze 2005, t. XIV, s. 937.

stawnemu pojęciu „nienaturalnego poziomu ceny”, przy założeniu, że pojęcie „sztuczny poziom ceny” wchodzi w zakres pojęcia „nienaturalny poziom ceny”.

Fundamentalne znaczenie ma odpowiedź na pytania, jak należy rozumieć pojęcie naturalnego poziomu ceny, jakie czynniki konstytuują naturalny poziom ceny oraz w jakich przypadkach ustalony poziom ceny nie jest poziomem naturalnym. Aby udzielić precyzyjnej odpowiedzi na tak postawione pytania, należy odrębnie przeanalizować każde z wymienionych działań (składanie zleceń, rozpowszechnianie informacji oraz inne zachowania), które mogą prowadzić do realizacji przesłanki ustalenia ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie.

4.1. UTRZYMANIE NIENATURALNEGO POZIOMU CENY W OPARCIU O SKŁADANIE ZLECEŃ LUB ZAWIERANIE TRANSAKCJI

Określając pojęcie naturalnej ceny, odwołać się należy raz jeszcze (tak jak w przypadku przesłanki wprowadzenia w błąd co do popytu lub podaży na instrument finansowy) do kategorii autentycznego interesu gospodarczego związanego ze złożeniem zlecenia. Jak podkreślono, istotą rynku jest dostarczanie dóbr przez grupę podmiotów sprzedających (strona podaźowa) na rzecz grupy podmiotów kupujących (strona popytowa). Wzajemne relacje tych dwóch grup, w szczególności skłonności w zakresie liczby określonego dobra, które chcą one nabyć bądź zbyć w zależności od poziomu ceny (tzn. popyt oraz podaż), prowadzą do ustalenia się efektywnego poziomu ceny (jest to cena równowagi), a tym samym efektywnej alokacji dóbr. W przypadku rynku finansowego popyt oraz podaż na instrumenty finansowe prowadzą do efektywnego mechanizmu wyceny rynkowej oraz efektywnej alokacji tychże instrumentów finansowych w rękach inwestorów. Podstawowym założeniem, które musi zostać spełnione, aby mechanizm ten mógł sprawnie funkcjonować, jest właśnie autentyczny interes gospodarczy po stronie zaangażowanych w wymianę rynkową podmiotów.

Istotą obrotu giełdowego jest przeniesienie własności instrumentów finansowych pomiędzy inwestorami. Z tytułu posiadania tychże instrumentów inwestorom przysługują określone prawa, w tym przepływy finansowe (np. z tytułu dywidendy w przypadku akcji, z tytułu płatności odsetkowych w przypadku obligacji czy też z tytułu rozliczenia instrumentów pochodnych), inwestorzy mogą także po pewnym czasie zbyć instrument finansowy na rynku po wyższej cenie (przepływ pieniężny stanowi wtedy różnica pomiędzy ceną sprzedaży a ceną zakupu waloru). Autentycznym interesem gospodarczym jest zatem zawarcie transakcji, która zmierza do umożliwienia inwestorowi realizacji zysku związanego ze wskazanymi powyżej mechanizmami — może to być długoterminowa inwestycja w instrument finansowy, ale równie dobrze motyw inwestora może mieć charakter spekulacyjny. Tak długo, jak długo zysk, na który inwestor liczy, jest powiązany z samym faktem posiadania

instrumentu finansowego, można mówić o uzasadnionym interesie gospodarczym w odniesieniu do zlecenia i transakcji giełdowej. Rezultatem składania zleceń oraz zawierania transakcji opartych na autentycznym interesie gospodarczym jest ukształtowanie się popytu i podaży na odpowiednim poziomie, a w konsekwencji ustalenie poziomu ceny rynkowej, który ma naturalny charakter. Co istotne, ukształtowanie się ceny na naturalnym poziomie jest w pewnym sensie jedynie „efektem ubocznym”, wypadkową realizacji transakcji mających autentyczny interes gospodarczy przez ogół inwestorów.

Inaczej jest w przypadku transakcji manipulacyjnych, które prowadzą do ustalenia nienaturalnego poziomu ceny. Motywem składania takich zleceń nie jest autentyczny interes gospodarczy, ale samo w sobie oddziaływanie na mechanizm rynkowy i precyzyjne (nienaturalne, sztuczne) ustalenie ceny na poziomie oczekiwanym przez manipulanta⁶⁴. Tym samym, w przypadku zleceń manipulacyjnych, brak jest autentycznego interesu gospodarczego po stronie manipulanty, gdyż jego interes stanowi wyłącznie wpłynięcie na mechanizm rynkowy. Dochodzi do specyficznego odwrócenia, ponieważ ustalenie ceny na określonym poziomie przestaje być „efektem ubocznym” wymiany giełdowej — jest głównym celem działań manipulanty, zaś nabycie lub zbycie instrumentu finansowego może ewentualnie być właśnie efektem ubocznym podejmowanych przez niego czynności. Ewentualny zysk manipulanty nie będzie wiązał się w takim przypadku z samym faktem posiadania instrumentów finansowych (przepływami pieniężnymi z tytułu tychże instrumentów), ale będzie wynikał z innych czynników. W szczególności może to być otwarta pozycja w innym instrumencie finansowym (np. instrumencie pochodnym), zysk z wykreowanego przez samego manipulanty nienaturalnego poziomu cen (czego przykładem jest strategia *pump and dump*), jak również bardzo szerokie spektrum innych okoliczności, niezwiązanych bezpośrednio z obrotem giełdowym (przykładem może być zawyżenie wartości instrumentów finansowych, które stanowią zabezpieczenie w związku z transakcją dokonywaną poza rynkiem finansowym).

Tym samym kluczowym wymiarem manipulacji jest element subiektywny, związany z intencją manipulanty⁶⁵. Pojęcie nienaturalnej ceny ma charakter wyłącznie pozornie obiektywny⁶⁶, gdyż determinantą nienaturalnego poziomu ceny jest wyłącznie zamiar manipulanty związany ze złożeniem zlecenia. Warto przy tej okazji podkreślić, że pojęcia popytu, podaży oraz ceny nie istnieją w oderwaniu od składanych zleceń oraz zawieranych transakcji. Tak samo pojęcie naturalnej ceny nie istnieje w oderwaniu od autentycznego interesu gospodarczego, ponieważ w transakcjach o charakterze manipulacyjnym procedura składania zleceń oraz

⁶⁴ Por. K. Korn: *Pojęcie...*, cz. II, *op. cit.*, s. 41.

⁶⁵ Tak też trafnie A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 873; K. Korn: *Pojęcie...*, cz. II, *op. cit.*, s. 41. W literaturze zagranicznej na intencję jako kluczowy element definicji manipulacji wskazują m.in. D.R. Fischel, D.J. Ross: *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?*, *Harvard Law Review* 1991, Vol. 105, s. 510.

⁶⁶ Por. A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 873.

ustalania ceny jest identyczna jak w przypadku pozostałych transakcji⁶⁷. W odniesieniu do manipulacji także można mówić o popycie lub podaży (bowiem manipulant, składając swoje zlecenia, kreuje te wielkości) oraz o cenie rynkowej, z tym zastrzeżeniem, że jeżeli składaniu zleceń nie towarzyszy autentyczny interes gospodarczy, ustalona w oparciu o popyt i podaż cena rynkowa nie ma naturalnego charakteru.

W doktrynie pojawiło się kilka różnych ujęć pojęcia nienaturalnej lub sztucznej ceny, które jednak w niewystarczającym stopniu oddają charakter czynów manipulacyjnych. Za nietrafne uznać należy głosy mówiące, że nienaturalna cena została ustalona „wbrew relacji popytu i podaży”⁶⁸, czy też że „nie ma ona uzasadnienia w rzeczywistym, wolnorynkowym wzajemnym stosunku popytu i podaży”⁶⁹. Jedyna możliwość ustalenia ceny wbrew relacji popytu i podaży to sytuacja włamania do systemu informatycznego giełdy⁷⁰ — w przypadku składania zleceń cena jest zawsze całkowicie sprzężona z popytem oraz podażą, a pojęcie ceny rynkowej nie istnieje w oderwaniu od pojęć popytu oraz podaży. Można by było wyłącznie mówić o uzasadnionym popycie oraz uzasadnionej podaży⁷¹, celem przeciwstawienia ich nieuzasadnionemu popytowi oraz nieuzasadnionej podaży (tzn. w takim ujęciu kategorii te byłyby przypisane do zleceń, które nie mają na celu realizacji autentycznego interesu gospodarczego), niemniej nie ma potrzeby takiego rozszerzania aparatu pojęciowego, ponieważ przepisy rozporządzenia MAR (podobnie zresztą jak przepisy dyrektywy MAD) operują wyłącznie pojęciem nienaturalnej ceny. Ponadto warto zauważyć, że popyt i podaż nawiązują do ogółu złożonych zleceń (czy też zrealizowanych transakcji), dlatego w przypadku kategorii pojęciowej nieuzasadnionego popytu należałoby mówić o części popytu, która jest uzasadniona, oraz części, która jest nieuzasadniona, co komplikowałoby wykorzystywany aparat pojęciowy. Należy zająć stanowisko, że nienaturalna cena jest efektem zleceń złożonych z zamiarem bezpośredniego oddziaływania na mechanizm kształtowania ceny, co nie zmienia faktu, iż zlecenia te kształtują popyt i podaż.

W doktrynie pojawił się również pogląd, zgodnie z którym przez nienaturalne lub sztuczne ustalenie ceny należy rozumieć „działania noszące znamiona manipulacji mające bezpośredni lub pośredni wpływ na cenę określonego papieru wartościowego w oderwaniu od obiektywnych przesłanek, na podstawie których dochodzi

⁶⁷ W tym kontekście warto wskazać, że ustawodawca europejski, podając w załączniku nr I do rozporządzenia MAR okoliczności wskazujące na manipulację, podkreśla, iż wskaźniki te niekoniecznie same w sobie stanowią manipulację. Oznacza to konieczność badania ogółu okoliczności związanych z zawieraniem określonych transakcji i nie pozostawia żadnych wątpliwości, że kluczowy dla przestępstwa manipulacji jest właśnie zamiar sprawcy, gdyż sama w sobie procedura obrotu na rynku kapitałowym nie ulega zmianie na skutek działań manipulacyjnych.

⁶⁸ R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2002, s. 122.

⁶⁹ D.M. Budzeń: *Manipulacyjne kształtowanie cen papierów wartościowych*, Głosa 1996, nr 9, s. 5.

⁷⁰ Taka sytuacja mogłaby spełniać przesłankę manipulacji opartej na innych zachowaniach — zagadnienie to poddane zostało analizie w dalszej części niniejszego artykułu.

⁷¹ W ten sposób manipulacja jest definiowana przez dokument IOSCO; zob. *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2000, s. 13.

do rynkowej wyceny danego papieru wartościowego opartej na wzajemnym stosunku podaży i popytu⁷². Takiego ujęcia nie należy uznać za trafne. W pierwszej kolejności warto zauważyć, że przedstawiona argumentacja jest narażona na wystąpienie błędu *idem per idem*, ponieważ nielegalność analizowanego działania — w tym wypadku składania zleceń mającego na celu manipulację — określa za pomocą wyrażenia „działania noszące znamiona manipulacji”. Po drugie, nie istnieją obiektywne przesłanki, na podstawie których dochodzi do rynkowej wyceny aktywów. Działanie rynku jest z samej swojej istoty subiektywne, tzn. stanowi wypadkową decyzji wielu inwestorów.

Idąc dalej tym tokiem rozumowania, należy podkreślić, że rynkowa wycena aktywów jest kategorią całkowicie odmienną od innych metod wyceny, w szczególności metod opartych na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, czy też metod porównawczych. Rynek z samej swojej istoty może wycenić aktywa inaczej, niż wynikałoby to z obliczeń określonych modeli matematycznych, dlatego też odwoływanie się do innych metod wyceny nie jest zabiegiem trafnym⁷³.

Podsumowując powyższe rozważania, raz jeszcze należy podkreślić, że kluczowe znaczenie dla zakwalifikowania działania jako manipulacji przez składanie zleceń, która ma na celu nienaturalne lub sztuczne ustalenie ceny, ma sam zamiar składającego zlecenie. Zamiar ten należy odczytywać przez pryzmat autentycznego interesu gospodarczego związanego ze złożeniem danego zlecenia czy też przeprowadzeniem transakcji.

4.2. UTRZYMANIE NIENATURALNEGO BĄDŹ SZTUCZNEGO POZIOMU CENY W OPARCIU O ROZPOWSZECHNIANIE INFORMACJI

Kolejną czynnością, która może prowadzić do realizacji przesłanki utrzymania lub możliwości utrzymania ceny instrumentu finansowego na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, jest rozpowszechnianie informacji (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR). W kontekście omawianego działania poprawne zdefiniowanie naturalnego oraz nienaturalnego poziomu ceny może sprawiać więcej trudności. Jak wskazano w poprzedniej części niniejszego artykułu, o ustaleniu naturalnej ceny decyduje autentyczny interes gospodarczy osób składających zlecenia, które mają wpływ na ustalenie ceny. W przypadku rozpowszechniania informacji wpływ manipułanta na notowania ma charakter pośredni, tzn. nie bierze on co do zasady udziału w procesie kształtowania się popytu oraz podaży na instrument finansowy (a tym samym w procesie ustalenia ceny), niemniej swoimi działaniami oddziałuje

⁷² Tak jeszcze na gruncie ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 1005. Pogląd ten aprobuje T. Sójka (w:) *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 792.

⁷³ Podobnie A. Błachnio-Parzych (w:) *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 872.

on na decyzje innych podmiotów i tym samym, w sposób pośredni, na ukształtowanie się ceny. Z samej istoty pośredniego wpływu manipulanta na notowania nie można mówić o ustaleniu sztucznej ceny w rozumieniu podanym powyżej — przy okazji omawiania manipulacji przez składanie zleceń — gdyż w przypadku rozpowszechniania informacji popyt i podaż są ukształtowane przez inwestorów realizujących autentyczny interes gospodarczy, nie dochodzi zatem do składania zleceń mających na celu samo wpłynięcie na obraz rynku.

W tym kontekście należy wskazać na inną istotną przesłankę poprawnego działania rynku. Przesłanką tą jest informacja. Aby jakikolwiek rynek mógł sprawnie funkcjonować, jego uczestnicy muszą mieć dostęp do jak najpełniejszej, prawdziwej informacji na temat dóbr będących przedmiotem wymiany, a w tym konkretnym przypadku do informacji na temat instrumentów finansowych (oraz ich emitenta). W przypadku nieprawidłowych, niepełnych czy też wprowadzających w błąd informacji, z samej definicji mechanizm rynkowy nie może prowadzić do efektywnej wyceny, tym samym cenę ustaloną na podstawie transakcji zawieranych w oparciu o nieprawdziwe informacje uznać należy za nienaturalną. W kontekście manipulacji przez informacje należy stwierdzić, że naturalną ceną jest cena ustalona w wyniku zleceń składanych przez inwestorów, którzy opierają swoje decyzje na prawdziwych, niewprowadzających w błąd informacjach.

Odwołując się w tym miejscu do pojęcia autentycznego interesu gospodarczego, należy zauważyć, że uczestnicy rynku, którzy wchodzą w posiadanie nieprawdziwych informacji, są w błędzie, który dotyczy właśnie pojmowania przez nich ich autentycznego interesu gospodarczego. Obraz tego interesu jest zniekształcony na skutek działań manipulanta. Manipulant realizuje swój cel, polegający na ukształtowaniu nienaturalnego poziomu ceny, nie poprzez składanie własnych zleceń, lecz poprzez wywoływanie błędnego obrazu rzeczywistości u inwestorów. Konsekwencją tego jest składanie przez inwestorów zleceń, które nie realizują ich rzeczywistego interesu gospodarczego (o czym inwestorzy ci nie wiedzą), lecz realizują plan manipulanta. Efekt jest zatem tożsamy jak w przypadku manipulowania poziomem ceny w sposób bezpośredni — zlecenia nie są składane w oparciu o autentyczny interes gospodarczy, co powoduje ustalenie poziomu ceny na nienaturalnym poziomie, z tą jedynie różnicą, że w przypadku rozpowszechniania informacji manipulant „posługuje się” innymi uczestnikami rynku.

Rozpowszechnianie informacji może być dokonane przez jakąkolwiek osobę, tzn. w szczególności inwestora, członka organu emitenta czy też dziennikarza. Inaczej niż w poprzednim stanie prawnym, przepisy rozporządzenia MAR nie wyróżniają manipulacji dokonanej przez dziennikarza oraz przez inną osobę — przesłanki oraz odpowiedzialność z tytułu manipulacji przez informacje dla każdego sprawcy są tożsame.

Artykuł 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR mówi o rozpowszechnianiu informacji „za pośrednictwem mediów, w tym Internetu, lub przy użyciu innych środków”.

Tak zdefiniowane rozpowszechnianie informacji rozumieć należy w ten sposób, że informacja jest rozpowszechniona, gdy została podana do wiadomości nieograniczonego lub ograniczonego kręgu odbiorców, którzy mogą być zainteresowani tematyką, której dotyczy informacja, w szczególności w oparciu o tego rodzaju informacje mogą podjąć odpowiednie decyzje inwestycyjne. Podstawowym przykładem rozpowszechniania informacji jest jej upublicznienie, tzn. podanie do wiadomości w ten sposób, aby mógł zapoznać się z nią potencjalnie nieograniczony krąg inwestorów⁷⁴, niemniej rozpowszechnieniem będzie także przekazanie informacji mniejszemu kręgowi osób, na przykład na zamkniętym spotkaniu inwestorów, seminarium itp., jeżeli tylko adresaci są zainteresowani taką tematyką i mogliby w oparciu o przekazaną informację dokonywać zleceń, które potencjalnie wpłynęłyby na cenę instrumentu finansowego.

Rozpowszechnianiem informacji nie będzie natomiast przekazanie informacji wprowadzającej w błąd wyłącznie jednej osobie (np. znaczącemu inwestorowi), celem nakłonienia jej do zawarcia określonych transakcji. Tego rodzaju działanie będzie raczej stanowiło „inne zachowania” w rozumieniu art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR, niemniej ustalenie właściwej kwalifikacji jest możliwe wyłącznie w odniesieniu do konkretnych przypadków.

Omawiany przepis mówi o „przekazywaniu informacji”, które to sformułowanie rozumieć należy szeroko, jako obejmujące także informację niepełną, tzn. przemilczenie istotnych faktów, które zmieniają obraz przekazanej informacji.

Osoba dokonująca manipulacji wie, lub powinna wiedzieć, że informacje są fałszywe lub wprowadzające w błąd. Z reguły manipulantem jest osoba, od której taka informacja pochodzi — jeżeli inwestor wszedł w posiadanie informacji i nie wiedząc, że jest ona fałszywa, rozpowszechnił ją w dalszym zakresie, co do zasady nie ponosi odpowiedzialności z tytułu manipulacji.

4.3. INNE ZACHOWANIA POWODUJĄCE MOŻLIWOŚĆ USTALENIA CENY NA NIENATURALNYM LUB SZTUCZNYM POZIOMIE

Zgodnie z art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR efekt w postaci nienaturalnego lub sztucznego ustalenia poziomu ceny może być wynikiem nie tylko składania zleceń lub zawierania transakcji (manipulacja przez składanie zleceń) oraz rozpowszechniania informacji (manipulacja przez informacje), lecz także „innych zachowań”. Tym samym ustawodawca europejski odchodzi od dychotomii przeciw-

⁷⁴ Analizując pojęcie upublicznienia, można w tym miejscu odwołać się do podania informacji do wiadomości nieograniczonego kręgu osób związanych z rynkiem kapitałowym (inwestorów, dziennikarzy, analityków itp.) w związku z utratą przez określoną informację przymiotu informacji niepublicznej w przypadku realizacji obowiązków informacyjnych. Na ten temat zob. T. Sójka: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 103–104.

stawiającej manipulację przez zlecenia oraz przez informacje, uwzględniając trzecią kategorię, zawierającą otwarty katalog wszelkich innych działań, których rezultatem jest nienaturalny lub sztuczny poziom ceny.

Rozumienie pojęcia nienaturalnego poziomu ceny w przypadku innych zachowań jest analogiczne jak w przypadku dwóch omówionych powyżej działań manipulacyjnych. Działania te mogą w szczególności polegać na wprowadzeniu w błąd, na przykład poprzez nakłanianie znaczącego inwestora do złożenia transakcji, nierzetelne sporządzenie analiz przez analityka finansowego lub doradcę itp. Do kategorii innych działań należałoby także hipotetyczne włamanie do systemu informacyjnego giełdy, niemniej nie ma informacji o tego typu przypadkach w praktyce.

5. WPŁYNIĘCIE NA CENĘ INSTRUMENTU FINANSOWEGO ZWIĄZANE Z UŻYCIEM FIKCYJNYCH NARZĘDZI LUB INNYCH FORM WPROWADZENIA W BŁĄD LUB PODSTĘPU

Kolejną przesłanką manipulacji jest wpłynięcie na cenę, które jest związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp. Zgodnie z art. 12 ust. 1 lit. b omawiana przesłanka może zostać zrealizowana poprzez składanie zleceń lub zawieranie transakcji, a także poprzez inne działania lub zachowania⁷⁵.

Ustawodawca europejski mówi o działaniach „wpływających lub mogących wpłynąć na cenę” instrumentów finansowych, wpływ ten jest natomiast realizowany za pomocą „fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp”. Nie jest to już zatem cena ustalona na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, lecz cena wykreowana we wskazany w omawianym przepisie sposób. Niemniej należy stwierdzić, że pomimo braku wyraźnego zastrzeżenia, także i tego rodzaju zachowania będą prowadziły do ceny ustalonej na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Jest tak, gdyż wykorzystanie fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp wiąże się zawsze z zamiarem bezpośredniego oddziaływania na obraz rynku, co stanowi istotę manipulacji. Jak wskazano, nienaturalny poziom ceny jest to taki poziom, który zostaje wykreowany przez działania, których bezpośrednim zamiarem nie jest realizacja autentycznego interesu gospodarczego inwestora, ale właśnie samo w sobie oddziaływanie na rynek. Także posłużenie się fikcyjnymi narzędziami lub innymi formami wprowadzenia w błąd lub

⁷⁵ W przeciwieństwie do czynów opisanych w art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR, w tym wypadku ustawodawca europejski mówi nie tylko o „innych zachowaniach”, ale o „innych działaniach lub zachowaniach”. Ta nieznaczna różnica redakcyjna wydaje się nie mieć znaczenia, tzn. w szczególności nie należy wyciągać wniosku, że katalog zachowań realizujących przesłankę przewidzianą w art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR (wpłynięcie na cenę związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych wprowadzenia w błąd lub podstęp) jest szerszy od katalogu przewidzianego przez art. 12 ust. 1 lit. a rozporządzenia MAR (wprowadzenie w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego oraz utrzymanie ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie).

podstępu nie ma na celu realizacji autentycznego interesu gospodarczego związanego z instrumentami finansowymi występującymi w obrocie, lecz umożliwienie manipulantowi realizacji zysku związanego z innymi czynnikami.

Należy stwierdzić, że pomiędzy manipulacją opisaną w art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii rozporządzenia MAR oraz manipulacją przewidzianą w art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR zachodzi silny związek i w wielu przypadkach działań manipulacyjnych oba przywołane przepisy będą mogły zostać zastosowane łącznie. Trudno bowiem postawić jednoznaczną granicę pomiędzy utrzymaniem ceny instrumentu finansowego na nienaturalnym poziomie a oddziaływaniem na cenę przy użyciu fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp. Obie te przesłanki sprowadzają się do zamiaru bezpośredniego oddziaływania na rynek. Podstawowym celem tego oddziaływania nie jest samo w sobie dokonanie transakcji, ale ukształtowanie obrazu rynku oraz realizacja zysku w inny sposób niż z samego faktu posiadania danych instrumentów finansowych.

Wydaje się, że czyn przewidziany w art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR obejmuje swoim zakresem przede wszystkim bardziej złożone strategie manipulacyjne, podczas gdy czyn przewidziany w art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii stanowi pewnego rodzaju ogólną charakterystykę istoty manipulacji. Do podobnych wniosków prowadzi także analiza wykazu okoliczności wskazujących na manipulację zawartą w załączniku I do rozporządzenia MAR, jak również wykazu obejmującego doprecyzowanie tychże okoliczności, zawartego w załączniku II rozporządzenia delegowanego 2016/522. Okoliczności wskazane w sekcji 2 załącznika II rozporządzenia delegowanego 2016/522, wskazujące na wykorzystanie fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp, wielokrotnie zawierają odwołanie do okoliczności zawartych w sekcji 1 załącznika II, które z kolei zawierają doprecyzowanie okoliczności wskazujących na wprowadzenie w błąd co do popytu, podaży lub ceny oraz utrzymanie ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Co więcej, w odniesieniu do okoliczności wskazujących na wykorzystanie fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp przepisy odwołują się także do czynów polegających na rozpowszechnianiu informacji.

Przykładami omawianego w niniejszej części rodzaju manipulacji są zwłaszcza zawyżanie ceny instrumentu finansowego, także przez rozpowszechnianie informacji, celem późniejszego zbycia w krótkim przedziale czasowym (*pump and dump*)⁷⁶, zlecenia sygnalizacyjne⁷⁷ czy też rozpowszechnianie informacji skutkujące wahaniami ceny w sposób korzystny dla pozycji w innym instrumencie finansowym zajętej przez osobę rozpowszechniającą te informacje⁷⁸. Interesującym przykładem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp są presu-

⁷⁶ Rozporządzenie delegowane 2016/522, załącznik II, sekcja 2, pkt 1 lit. c.

⁷⁷ Rozporządzenie delegowane 2016/522, załącznik II, sekcja 2, pkt 1 lit. c, tiret i oraz sekcja 1 pkt 5 lit. d tiret i.

⁷⁸ Rozporządzenie delegowane 2016/522, załącznik II, sekcja 2, pkt 1 lit. a.

nięcia lub przechowywanie towarów oraz przesunięcia pustego statku towarowego, które to działania mogą tworzyć mylne wrażenie co do popytu lub podaży na surowiec, który jest powiązany z instrumentem finansowym⁷⁹.

Analizując w sposób szczegółowy wzajemne relacje pomiędzy manipulacją polegającą na wpływie na cenę związanym z fikcyjnymi narzędziami lub innymi formami wprowadzenia w błąd lub podstęp a innymi rodzajami manipulacji (art. 12 ust. 1 lit. a i c rozporządzenia MAR), należy w sposób ostrożny opowiedzieć się za koncepcją, zgodnie z którą pomiędzy tymi kategoriami zachodzi stosunek zawierania, tzn. z reguły wykorzystanie fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp będzie polegało na stworzeniu bardziej złożonej strategii manipulacyjnej, której poszczególne elementy będą i tak realizowały inne typy manipulacji przewidziane w art. 12 ust. 1 rozporządzenia MAR. Takie rozwiązanie w zakresie wzajemnie przeplatających się przesłanek jest efektem złożoności zjawiska manipulacji — z reguły dokonanie manipulacji ma charakter szerokiego spektrum działań na wielu płaszczyznach, co powoduje, że stworzenie precyzyjnej klasyfikacji opartej na regułach podziału logicznego jest niemożliwe.

6. MANIPULACJA WSKAŹNIKIEM REFERENCYJNYM

6.1. TŁO PROBLEMU

Dodanie odrębnego przepisu poświęconego manipulacji wskaźnikiem referencyjnym jest jedną z najważniejszych zmian, jakie zostały wprowadzone rozporządzeniem MAR. Na podstawie wskaźników referencyjnych ustalana jest duża liczba cen instrumentów finansowych, mają one także niebagatelny wpływ na funkcjonowanie całej gospodarki⁸⁰. W pierwszej kolejności należy wskazać na stopy procentowe na rynku międzybankowym (LIBOR, EURIBOR, czy też WIBOR na polskim rynku finansowym), niemniej rolę referencyjną pełnić może także bardzo szerokie spektrum innych wskaźników, takich jak wskaźniki swapów ryzyka kredytowego (CDS — *credit default swap*), indeksy związane z giełdami papierów wartościowych itp.

Bezpośrednią genezą uregulowania problematyki manipulacji wskaźnikiem referencyjnym był skandal związany z ustalaniem stóp procentowych na londyńskim rynku finansowym (LIBOR), który ujawniony został po kryzysie finansowym. Cały proceder związany z manipulacją stopami procentowymi trwał przez lata, poprzedzając kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2008 r. Nie jest przesadne stwierdzenie, że manipulacja stopami LIBOR należy do największych afer finansowych

⁷⁹ Rozporządzenie delegowane 2016/522, załącznik II, sekcja 2, pkt 1 lit. f i g.

⁸⁰ Por. pkt 44 motywów rozporządzenia MAR; zob. także N. Moloney: *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014, s. 744–750.

w historii, a skutki działań manipulantów, nie tylko dla rynku finansowego, lecz także dla całej światowej gospodarki, są trudne do wyobrażenia.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) jest to stawka referencyjna oprocentowania kredytów i depozytów na rynku międzybankowym. Wysokość stóp procentowych ustalana jest codziennie podczas fixingu, w którym biorą udział duże podmioty rynku finansowego. LIBOR informuje bezpośrednio o tym, na jakich warunkach banki udzielają sobie wzajemnie kredytów oraz przyjmują depozyty, niemniej jej wielkość stanowi także punkt odniesienia dla szerokiego spektrum instrumentów finansowych — w 2012 r. LIBOR stanowił podstawę do ustalania rozliczeń z tytułu instrumentów finansowych opiewających na kwotę 800 bilionów dolarów⁸¹. Ponadto, stopy procentowe na rynku międzybankowym silnie oddziałują na sektor usług bankowych, w szczególności na wysokości oprocentowania kredytów i depozytów dla klientów. Na większości rynków kwotowane są krajowe stawki IBOR, natomiast LIBOR, z uwagi na fakt, że Londyn stanowi jedno z najważniejszych centrów światowych rynków finansowych, jest najważniejszym z tej kategorii wskaźników.

W roku 2012 ostatecznie potwierdzone zostały pojawiające się już od 2008 r. sugestie, że stawki LIBOR mogą być poddawane manipulacji, polegającej na kształtowaniu ich na poziomach zbyt niskich lub zbyt wysokich, w oparciu o indywidualne ustalenia pomiędzy brokerami różnych banków. Stawki były dostosowywane do bieżących potrzeb konkretnych podmiotów, które to potrzeby były związane głównie z ekspozycją na określone instrumenty finansowe. Proceder zniekształcania stawek określić można w pewnym uproszczeniu jako opierający się na „systemie wzajemnych przysług” brokerów finansowych, którzy z uwagi na odbiegające od rynkowych wielkości LIBOR byli w stanie osiągać bardzo wysokie zyski z tytułu instrumentów finansowych. W konsekwencji, zniekształcone stopy procentowe oddziaływały na cały system gospodarczy, w szczególności na inwestorów oraz kredytobiorców. Sytuacja ta spowodowała rozszerzenie katalogu manipulacji o manipulację wskaźnikiem referencyjnym.

6.2. MANIPULACJA WSKAŹNIKIEM REFERENCYJNYM W ROZPORZĄDZENIU MAR

Omawiając normatywne aspekty manipulacji wskaźnikiem referencyjnym, należy kolejno poddać analizie dwa zagadnienia, tzn. 1) definicję wskaźnika referencyjnego oraz 2) charakterystykę przesłanek manipulacji wskaźnikiem zawartych w rozporządzeniu MAR.

⁸¹ *Libor manipulation and its consequences*, Library of the European Parliament, 7 września 2012 r.

Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 29 rozporządzenia MAR przez wskaźnik referencyjny rozumieć należy dowolny opublikowany wskaźnik, indeks lub liczbę, udostępniane publicznie lub publikowane, określane okresowo lub regularnie przy zastosowaniu wzoru lub na podstawie wartości jednego lub większej liczby aktywów lub cen bazowych, w tym cen szacunkowych, rzeczywistych lub szacunkowych stóp procentowych lub innych wartości, lub danych z przeprowadzonych badań, w odniesieniu do których określa się kwotę do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego lub wartość instrumentu finansowego. Podkreślić należy w tym kontekście bardzo szeroką definicję wskaźnika referencyjnego. O ile podstawowym celem regulacji jest odniesienie się do manipulacji stopami procentowymi, o tyle wskaźnikiem referencyjnym w kontekście omawianych przepisów może być w zasadzie jakakolwiek wielkość stanowiąca podstawę obliczania wartości lub kwoty rozliczeń z tytułu instrumentów finansowych, w szczególności indeksy giełdowe. Ustanowienie tak obszernej definicji, z uwagi na zmieniające się realia rynków finansowych oraz tworzenie nowych instrumentów finansowych, rodzajów transakcji, sposobów rozliczeń itp., ocenić należy jako zabieg poprawny oraz pożądany. Warto podkreślić, że europejski ustawodawca, obok przepisów przeciwdziałających manipulacji wskaźnikiem referencyjnym zawartych w rozporządzeniu MAR, uchwalił rozporządzenie w całości odnoszące się do wskaźników referencyjnych, którego normy mają na celu zapewnienie rzetelności ustalania wskaźników referencyjnych w całej Unii Europejskiej⁸².

Pojęcie manipulacji wskaźnikiem referencyjnym określone zostało w art. 12 ust. 1 lit. d rozporządzenia MAR. Przepis ten stanowi *novum* rozporządzenia; nie miał swojego odpowiednika w przepisach dyrektywy MAD. Fakt dodania omawianego przepisu do istniejącego na gruncie dyrektywy MAD katalogu czynów manipulacyjnych, jak i inny charakter manipulacji wskaźnikiem w porównaniu z manipulacją instrumentem finansowym powodują, że konstrukcja przepisu określającego manipulację wskaźnikiem, w szczególności przesłanki manipulacji, skonstruowana została w sposób odmienny.

Manipulacją wskaźnikiem referencyjnym jest przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji lub dostarczanie fałszywych lub wprowadzających w błąd danych dotyczących wskaźnika referencyjnego, a także każde inne zachowanie stanowiące manipulowanie obliczaniem wskaźnika referencyjnego. Ustawodawca europejski, inaczej niż w przypadku manipulacji instrumentem finansowym, w jednym przepisie zawarł manipulację przez rozpowszechnianie informacji oraz inne czyny manipulacyjne.

W odniesieniu do manipulacji przez informacje analiza nie jest trudna. Ustawodawca europejski wskazuje, że manipulacją jest przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd: 1) informacji oraz 2) danych dotyczących wskaźnika

⁸² Zob. przyp. 25.

referencyjnego. Pojęcie błędu rozumieć należy analogicznie jak w przypadku manipulacji instrumentem finansowym, tzn. jako wywołanie u odbiorców fałszywego wyobrażenia dotyczącego tych wielkości, a zatem spowodowanie rozbieżności pomiędzy rzeczywistością a odzwierciedleniem rzeczywistości w świadomości odbiorców. Informacje lub dane dotyczą wskaźnika referencyjnego — zwrot ten rozumieć należy w sposób możliwie szeroki, tzn. zarówno jako same informacje o wysokości tego wskaźnika, jak i jako przekazywanie informacji lub danych, które mogą zniekształcić ustalenie wskaźnika, w tym jako przekazywanie informacji, na podstawie których wskaźnik jest obliczany. Tym samym należy uznać, że błędne informacje mogą dotyczyć wskaźnika także w sposób pośredni — będzie tak w sytuacji, w której manipulant przekazuje informacje dotyczące innej wielkości, która to wielkość wpływa na wskaźnik.

Więcej problemów wiąże się z interpretacją kolejnego działania polegającego na manipulacji wskaźnikiem referencyjnym, którym jest „każde inne zachowanie stanowiące manipulację obliczaniem wskaźnika referencyjnego”. Zestawiając przywołany fragment przepisu art. 12 ust. 1 lit. d rozporządzenia MAR z początkiem przepisu art. 12 („Do celów niniejszego rozporządzenia manipulacja na rynku obejmuje następujące zachowania”), należy zauważyć, że redakcja przepisu jest wadliwa, ponieważ pojęcie manipulacji jest w tym wypadku definiowane jako „każde inne zachowanie stanowiące manipulację”, co prowadzi do błędu *idem per idem*.

Interpretując pojęcie manipulacji wskaźnikiem referencyjnym, należy się w tej sytuacji odwołać do innych wskazanych przez europejskiego ustawodawcę praktyk manipulacyjnych, wskazanych w art. 12 rozporządzenia MAR. Należy zauważyć, że pojęcie manipulacji wskaźnikiem referencyjnym jest analogiczne do pojęcia manipulacji instrumentem finansowym i tym samym poczynione w niniejszym artykule uwagi na temat manipulacji instrumentami finansowymi mają odpowiednie zastosowanie do manipulacji wskaźnikiem referencyjnym. W szczególności anatomia czynu manipulacji jest w obu przypadkach taka sama.

Odwołać się należy do ekonomicznej istoty wskaźnika referencyjnego oraz do autentycznego interesu stron biorących udział w jego ustalaniu. W przypadku instrumentów finansowych autentycznym interesem gospodarczym jest zawarcie transakcji, wejście w posiadanie instrumentów finansowych oraz czerpanie korzyści wynikających z ich konstrukcji. W odniesieniu do wskaźnika referencyjnego, w pierwszej kolejności określić należy jego ekonomiczny sens oraz gospodarczą rolę, jaką tenże wskaźnik pełni w obrocie na rynkach finansowych oraz w gospodarce. Przez ten pryzmat określić należy autentyczny interes gospodarczy stron biorących udział w jego ustalaniu. W przypadku manipulacji działania stron będą zmierzały do samego w sobie ustalenia wskaźnika referencyjnego na określonym poziomie.

Podstawowym wskaźnikiem referencyjnym na polskim rynku kapitałowym są stopy procentowe WIBOR i WIBID. Stawki te ustalane są codziennie na fixingu

organizowanym przez Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska, w którym bierze udział 12 banków⁸³. Stawki te stanowią między innymi podstawę ustalania wartości kontraktów terminowych na WIBOR — w obrocie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie znajdują się kontrakty *futures* na miesięczne, trzymiesięczne oraz sześciomiesięczne stawki WIBOR. Warto podkreślić, że w raporcie Najwyższej Izby Kontroli dotyczącym nadzoru nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi wskazano, że żadna instytucja w Polsce nie posiada uprawnień nad prawidłowością ustalania stawek referencyjnych WIBOR⁸⁴. Obawy te, pomimo wejścia w życie rozporządzenia MAR, są nadal aktualne, tzn. penalizacja manipulacji wskaźnikiem referencyjnym powinna zostać uzupełniona o kwestie związane z kontrolą samego procesu ustalania stawek referencyjnych oraz nadzorem nad fixingiem WIBOR. Zagadnienia te wykraczają jednak poza ramy niniejszego artykułu.

7. MANIPULACJA INSTRUMENTEM FINANSOWYM A ZJAWISKO SPEKULACJI, BANIEK SPEKULACYJNYCH ORAZ OGRANICZONEJ RACJONALNOŚCI INWESTORÓW

W tym miejscu warto zestawić zaprezentowane powyżej rozważania dotyczące manipulacji, w szczególności pojęcie nienaturalnego lub sztucznego poziomu ceny, z charakterystyką procesów zachodzących na rynkach finansowych. Argumentowano, że w przypadku podmiotów zaangażowanych w wymianę rynkową, kierujących się własnym autentycznym interesem gospodarczym, ceny ustalają się na naturalnym poziomie, a rynek prowadzi do efektywnej alokacji dóbr (w tym wypadku instrumentów finansowych).

Nie można jednak zapominać, że nawet na hipotetycznym rynku, na którym nie występuje manipulacja, ceny niejednokrotnie mogą „oderwać się” od fundamentalnych podstaw, wynikających z analizy oraz wyceny spodziewanych przepływów pieniężnych. We wstępie do niniejszego artykułu wskazano na głośne przykłady nadużyć i manipulacji rynkowych. Historia tak samo pełna jest przykładów baniek spekulacyjnych — gwałtownych wzrostów, a później spadków cen instrumentów finansowych czy też innych walorów. Wskazać można na „manię tulipanową”, tzn. wielokrotne wzrosty cen cebulek tulipanów, które miały miejsce w Holandii na początku XVII w., bańkę internetową (*dot-com bubble*) końca XX w., która polegała na gwałtownym wzroście cen akcji oraz przecenianiu przedsiębiorstw z branży

⁸³ Szerzej na temat procedury ustalania stawek WIBOR i WIBID zob. Regulamin Fixingu stawek referencyjnych WIBID i WIBOR, Stowarzyszenie Rynków Finansowych ACI Polska, 30 kwietnia 2013 r., tekst dostępny na stronie internetowej: www.acipolska.pl.

⁸⁴ Zob. *Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi. Informacja o wynikach kontroli*, Najwyższa Izba Kontroli, 5 maja 2015 r., KBF-4101-07-00/2014, nr ewid. 71/2015/P/14/012/KBF, s. 11. Por. także *Końcowe stanowisko UKNF dotyczące kontroli*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, 21 maja 2015 r., DPI/WN/0912/1/19/15.

informatycznej, czy też w końcu bańkę na rynku nieruchomości w pierwszych latach XXI w., której załamanie stanowiło bezpośredni początek kryzysu finansowego z 2008 r.

Zaprezentowana powyżej w dużym skrócie teoretyczna analiza rynku, opierającego się na wzajemnych relacjach pomiędzy popytem i podażą na dany walor, co prowadzi do wykształcenia się ceny równowagi, stanowi wyłącznie punkt wyjścia do dalszych rozważań opisujących zachowanie rynków finansowych. Analiza ta jest trafna w perspektywie opisu podstawowych aspektów rynkowego mechanizmu wymiany dóbr (w tym instrumentów finansowych), niemniej można powiedzieć, że stanowi wyłącznie pewien fundament. Na obraz rynku wpływa wiele innych czynników, w szczególności czynników psychologicznych, które mogą w istotny sposób wpłynąć na jego ostateczny kształt. W szczególności w tym kontekście należy wskazać na bardzo szerokie spektrum psychologicznych efektów, takich jak⁸⁵: heurystyki wydawania sądów⁸⁶, pułapka potwierdzenia⁸⁷, nadmierna pewność siebie⁸⁸ czy też błędy atrybucji⁸⁹. Z powyższymi czynnikami powiązana jest także fundamentalna dla problematyki finansów behawioralnych teoria perspektywy, która opisuje podejmowanie decyzji w warunkach niepewności oraz odstępstwa od ściśle rozumianej racjonalności inwestorów⁹⁰. W końcu należy wskazać, że na decyzje inwestorów wpływają również inne czynniki, całkowicie niezależne od samego

⁸⁵ Wskazane przykładowo efekty nie mają charakteru rozłącznego, w szczególności niektóre z wymienionych zjawisk są szczególnymi przypadkami innych. Powyższe wyliczenie ma charakter przykładowy i ma na celu oddanie złożonych mechanizmów w sposób obrazowy i zrozumiały.

⁸⁶ Heurystyki są to uproszczone reguły wnioskowania, którymi posługują się ludzie, aby wydawać sądy w sposób szybki. Wskazać należy przede wszystkim na heurystykę dostępności (ludzie wydają sąd, kierując się tym, jak łatwo mogą przywołać określone zjawisko do świadomości), heurystykę reprezentatywności (wnioskowanie z bardzo małej próby poprzez dokonanie sądu w oparciu o podobieństwo ocenianego zjawiska do przypadku typowego) oraz heurystykę zakotwiczenia (posłużenie się daną informacją wyjściową oraz odniesienie jej do analizowanego przypadku, bez odpowiedniej modyfikacji). Na ten temat zob. E. Aronson, T.D. Wilson, R.M. Akert: *Psychologia społeczna. Serce i umysł*, Poznań 1997, s. 148–155.

⁸⁷ Pułapka (efekt) potwierdzenia polega na skłonności ludzi do interpretacji napływających informacji w ten sposób, aby potwierdziły wcześniejsze przekonania i wydane sądy. Zob. np. P. Zielonka: *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2008, s. 55–56.

⁸⁸ Ludzie są skłonni do wykazywania się nadmierną pewnością siebie. Objawia się to na kilku płaszczyznach, m.in. poprzez przypisywanie własnej wiedzy oraz posiadanym umiejętnościom ponadprzeciętnego poziomu (tytułem przykładu: 60–90% ankietowanych uważa samych siebie za lepszych w prowadzeniu pojazdu od przeciętnego człowieka), iluzję kontroli (świadome lub podświadome przekonanie, że własnymi działaniami można wpłynąć na całkowicie losowe zdarzenia), efekt kalibracji (w przypadku szacowania prawdopodobieństwa określonego zdarzenia czy też określenia przedziału, w którym z określonym prawdopodobieństwem znajdzie się jakaś wielkość w przyszłości, ludzie są skłonni do zawężania takiego przedziału lub zawyżania podawanego prawdopodobieństwa — zdarzenia, którym przypisywane jest dziewięćdziesięciosiemprocentowe prawdopodobieństwo w rzeczywistości zdarzają się w około 60% przypadków) oraz nadmierna pewność siebie. Na ten temat zob. A. Szyszka: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Poznań 2009, s. 48–53.

⁸⁹ Błąd atrybucji polega na przecenianiu czynników osobowościowych oraz niedoceniając czynników sytuacyjnych. Na temat problematyki atrybucji zob. E. Aronson, T.D. Wilson, R.M. Akert: *Psychologia...*, *op. cit.*, s. 195 i n.; P. Zielonka: *Behawioralne...*, *op. cit.*, s. 66.

⁹⁰ Ludzie w błędny sposób przypisują wagi do określonych prawdopodobieństw, cechują się także niespójnym podejściem w materii oceny potencjalnych zagrożeń oraz korzyści. Teoria ta opisana została w: D. Kahneman, A. Tversky: *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica* 1979, Vol. 47, s. 263–291.

ryнку finansowego czy też procesów inwestycyjnych, takie jak chwilowe emocje i nastroje w społeczeństwie, żal i rozczarowanie, strach i chciwość, czy nawet warunki atmosferyczne⁹¹.

Te i inne okoliczności przekładają się na obserwowane na rynkach kapitałowych anomalie, takie jak powstające bańki spekulacyjne. W najprostszym ujęciu, anatomia bańki spekulacyjnej polega na tym, że wraz z pojawiającymi się informacjami na temat pierwotnych wzrostów ceny danego waloru oddziałuje na entuzjazm inwestorów, który rozprzestrzenia się dalej pomiędzy nimi. W dalszej kolejności, z uwagi na wiele wskazanych powyżej czynników psychologicznych, wzmocniony zostaje przekaz informacji, które mogą stanowić uzasadnienie dla ruchu cenowego, co pociąga za sobą inwestycje coraz większych rzesz inwestorów. Inwestorzy ci, pomimo obaw co do prawidłowej wyceny rynkowej waloru, decydują się na jego zakup, z uwagi na zazdrość dotyczącą sukcesu innych inwestorów, ekscytację związaną z ryzykiem (efekt pokrewny do hazardu) lub inne efekty psychologiczne⁹².

Należy stwierdzić, że sama istota wymiany rynkowej, opisywana przez teorię mikroekonomii, ma charakter efektywny, co nie zmienia faktu, iż z uwagi na wymienione powyżej okoliczności, zwłaszcza w krótkim okresie, każdy rynek narażony jest na anomalie, tzn. odstępstwa od efektywności, prowadzące do nieuzasadnionych ruchów cenowych, strat inwestorów oraz innych niekorzystnych efektów⁹³.

Przez ten pryzmat należy analizować problematykę przepisów przeciwdziałających manipulacji na rynku. Naturalna cena nie jest ceną zawsze efektywną, sprzyjającą maksymalizacji użyteczności — naturalny poziom ceny może odbiegać od poziomu optymalnego, w szczególności z uwagi na bańki spekulacyjne, czy też inne efekty związane z psychologicznymi aspektami inwestowania. Poziom ceny, nawet silnie odbiegający od poziomu wynikającego z obiektywnej wyceny, należy uznać za naturalny, jeżeli tylko przy jego ukształtowaniu nie doszło do praktyk manipulacyjnych. Warto podkreślić, że ustawodawca europejski bardzo trafnie nie operuje pojęciem ceny efektywnej, lecz używa określenia „cena naturalna”, gdyż z uwagi na opisane powyżej zjawiska bańki spekulacyjne (jak również wszelkie inne pomniejsze odchylenia cen od poziomu, jaki wynika z analiz ekonomicznych) także

⁹¹ A. Szyszka: *Finanse...*, op. cit., s. 67–71.

⁹² Por. R. Schiller: *Irrational Exuberance*, Princeton 2015, s. 2. Robert Schiller jest uważany za jednego z pionierów finansów behawioralnych, w 2013 r. został odznaczony Nagrodą Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie nauk ekonomicznych.

⁹³ Warto w tym kontekście przytoczyć *in extenso* bardzo trafne uwagi R. Schillera: „Rynek jest racjonalny, ale nieracjonalne są jego ekscesy. Adam Smith miał rację, że to, co nazwał »niewidzialną ręką«, tworzy mechanizm permanentnego i bezkresnego wzrostu opartego na racjonalnych decyzjach przedsiębiorców, pracowników i wszystkich konsumentów. Ale też rację miał Keynes, który zajął się źródłami ekscesów, kryzysów, krachów i odkrył je w naszej psychice. Smith trafnie wyjaśnił mechanizm tego, co w gospodarce rynkowej najlepsze, i miał dobre pomysły, jak wzmacniać jasną stronę kapitalizmu. Keynes wyjaśnił to, co stanowi zmorę kapitalizmu, i trafnie zaproponował sposoby ograniczania ciemnych stron gospodarki rynkowej, takich jak bezrobocie czy gwałtownie rosnące i pękające z hukiem bańki spekulacyjne”. Zob. wywiad z R. Schillerem w: J. Żakowski: *Zawał. Zrozumieć kryzys*, Warszawa 2009, s. 135.

są zjawiskiem naturalnym. Omawiane przepisy w zakresie nadużyć na rynku dotyczą ochrony przed działaniami manipulacyjnymi, nie zaś ochrony inwestora przed nietrafnymi, nieracjonalnymi decyzjami inwestycyjnymi jego samego lub innych uczestników rynku. Faktem jest, że banki spekulacyjne bardzo często idą w parze z manipulacją instrumentami finansowymi, niemniej omawiane normy rozporządzenia MAR odnoszą się wyłącznie do manipulacji. Nie można także zapominać, że same w sobie banki spekulacyjne również stanowią zagrożenie dla obrotu giełdowego, niemniej przeciwdziałanie im jest jeszcze trudniejsze. Nie zmienia to faktu, że istnieją inne normy, które są adresowane właśnie do problemu spekulacji czy też gwałtownych, nieefektywnych ruchów cenowych spowodowanych euforią lub paniką; tematyka ta wykracza jednak znacznie poza ramy niniejszego artykułu.

W tym kontekście, na zakończenie, warto zwrócić uwagę na samo w sobie zjawisko spekulacji. Spekulacja rozumiana jako inwestowanie o krótkim horyzoncie czasowym z nastawieniem na realizację zysku wynikającego z różnicy pomiędzy ceną nabycia a ceną zbycia instrumentu finansowego jest czymś całkowicie odrębnym od manipulacji. O ile tylko celem inwestora dokonującego spekulacji nie jest samo w sobie oddziaływanie na mechanizm kształtowania cen, ale chęć krótkoterminowego nabycia waloru z uwagi na spodziewany ruch cen (który inwestor ocenia w oparciu o własną analizę oraz obiektywne informacje, a nie np. wykorzystanie informacji poufnych, czy też próbę oddziaływania na ceny poprzez techniki manipulacyjne), nie popełnia on przestępstwa, gdyż spekulacja także może stanowić autentyczny interes gospodarczy⁹⁴.

IV. CHARAKTERYSTYKA PRZESTĘPSTWA MANIPULACJI Z PUNKTU WIDZENIA PRAWA KARNEGO

W dalszej kolejności należy poddać analizie podstawowe cechy przestępstwa manipulacji, w szczególności określić typizację manipulacji z uwagi na kryterium wystąpienia skutku oraz stosunek psychiczny sprawcy do czynu. Warto zaznaczyć, że pomimo faktu, iż art. 12 ust. 1 rozporządzenia MAR wymienia kilka odrębnych przestępstw manipulacji scharakteryzowanych powyżej, ich charakterystyka z punktu widzenia prawa karnego jest tożsama.

W doktrynie prawa karnego w podstawowym ujęciu wyróżnia się przestępstwa materialne (skutkowe) oraz przestępstwa formalne (bezsukotkowe). Skutek rozumiany jest jako zmiana w układzie elementów rzeczywistości różna od samego czynu⁹⁵. W przypadku gdy o realizacji znamion typu czynu zabronionego decyduje sama

⁹⁴ Podobnie A. Błachnio-Parzych: *Kryminalizacja...*, *op. cit.*, s. 220–229.

⁹⁵ A. Zoll (w:) *Kodeks karny. Część ogólna. Komentarz*, t. I, pod red. A. Zolla, Warszawa 2007, s. 60; W. Wróbel, A. Zoll: *Polskie prawo karne. Część ogólna*, Kraków 2010, s. 192.

czynność sprawcy, należy mówić o przestępstwie formalnym, natomiast w sytuacji, gdy poza samym działaniem sprawcy występuje określona zmiana w rzeczywistości, mówi się o przestępstwie materialnym.

Należy się zdecydowanie opowiedzieć za przypisaniem wszystkim wymienionym w art. 12 ust. 1 rozporządzenia MAR rodzajom manipulacji charakteru formalnego. Po pierwsze, należy zauważyć, że w każdym przypadku ustawodawca europejski wskazał, że manipulacją jest zarówno działanie wywołujące efekt w postaci wprowadzenia w błąd, ustalenia ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, wpłynięcia na cenę, jak i sama możliwość doprowadzenia do takiego efektu. W świetle art. 12 rozporządzenia MAR istotne są wyłącznie działania sprawcy nakierowane na określony efekt, niezależnie od ich konsekwencji dla obrazu rynku.

Po drugie, co podkreślano powyżej, istota manipulacji sprowadza się właśnie do strony podmiotowej czynu oraz intencji sprawcy. W przypadku manipulacji przez transakcje, sam fakt złożenia zlecenia, któremu nie można przypisać autentycznego interesu gospodarczego, wiąże się z dokonaniem manipulacji, niezależnie od faktu wygenerowania ruchu cen⁹⁶ czy też osiągnięcia zysku. Dokonanie manipulacji jest zatem immanentnie związane ze złożeniem zlecenia. Samo w sobie złożenie zlecenia wyczerpuje znamiona manipulacji, aby do niej doszło, nie jest konieczny dalszy bieg wydarzeń (taki jak ruch cen), na który manipulant nie ma wpływu. Podobnie jest w przypadku manipulacji przez rozpowszechnienie informacji — sam fakt przekazania wiadomości uczestnikom rynku stanowi manipulację, nie jest istotne, czy dokonają oni działań, na które liczy manipulant. W szczególności należy podkreślić, że aby doszło do manipulacji, nie jest konieczne osiągnięcie jakiegokolwiek zysku przez manipulanta — taki inwestor może nawet stracić na próbie manipulacji (np. gdy złożone przez niego zlecenia nie spowodują zmiany poziomu ceny), co nie wpływa w żadnym wypadku na kwalifikację prawną jego działań. Z uwagi na powyżej przedstawione argumenty należy uznać, że manipulacja na rynku jest przestępstwem formalnym (bezs skutkowym).

Większe problemy może sprawiać analiza stosunku psychicznego sprawcy do czynu manipulacji. Manipulacja jest przestępstwem umyślnym. Zgodnie z art. 9 § 1 k.k. przestępstwo umyślne może zostać popełnione z zamiarem bezpośrednim (stroną woluntatywną jest „chęć” dokonania czynu zabronionego) albo z zamiarem ewentualnym (stroną woluntatywną jest „godzenie się” na popełnienie czynu zabronionego, tzn. sprawca, przewidując możliwość popełnienia czynu zabronionego, godzi się na to)⁹⁷. W doktrynie prawa karnego wyróżnia się tzw. przestępstwa kie-

⁹⁶ Podobne stanowisko zajął Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej w wyroku z dnia 7 lipca 2011 r. w sprawie *IMC Securities BV p. Stichting Autoriteit Financiële Markten* (sprawa C-455/09). Trybunał na gruncie art. 1 ust. 2 dyrektywy MAD stwierdził, że aby uznać, iż cena jednego lub wielu instrumentów finansowych została ustalona na poziomie nienormalnym lub sztucznym, nie jest konieczne, by cena ta utrzymywała się na takim poziomie powyżej pewnego okresu.

⁹⁷ Strona woluntatywna jest to dążenie sprawcy oparte na motywacji osiągnięcia celu. Zob. A. Zoll (w:) *Kodeks...*, *op. cit.*, s. 110–111; W. Wróbel, A. Zoll: *Polskie...*, *op. cit.*, s. 204 i n.

runkowe, to znaczy takie przestępstwa, które można popełnić wyłącznie z zamiarem bezpośrednim⁹⁸. W tym miejscu należy odpowiedzieć na pytanie, czy manipulacja na rynku jest przestępstwem, które można popełnić jedynie z zamiarem bezpośrednim, czy także z zamiarem wynikowym.

W odniesieniu do manipulacji przez składanie zleceń należy zająć stanowisko, że jest ona możliwa wyłącznie z zamiarem bezpośrednim. Przemawia za tym opisana powyżej istota transakcji manipulacyjnych, która opiera się właśnie na zamiarze sprawcy. W przypadku innych działań manipulacyjnych, w szczególności manipulacji przez informacje, z reguły jest ona dokonywana także z zamiarem bezpośrednim, nie musi to być jednak regułą. Możliwa jest sytuacja, w której dana osoba rozpowszechnia fałszywe informacje na temat emitenta w innym celu niż dokonanie manipulacji, niemniej mając świadomość, że informacje te nie są prawdziwe, godzi się także na realizację znamion przestępstwa manipulacji⁹⁹. W odniesieniu do innych działań manipulacyjnych niż składanie zleceń oraz rozpowszechnianie informacji także możliwe będzie przypisanie sprawcy zamiaru ewentualnego.

V. PRZYKŁADY PRAKTYK MANIPULACYJNYCH ORAZ ICH KWALIFIKACJI Z PUNKTU WIDZENIA PRZEPISÓW ROZPORZĄDZENIA MAR

Jak podkreślano w niniejszym artykule, manipulacja na rynku jest złożonym zjawiskiem, który niejednokrotnie uwzględnia dokonanie wielu czynności czy też stworzenie skomplikowanych strategii, opierających się na licznych transakcjach, instrumentach finansowych oraz podjęciu innych działań. Z tego powodu niemożliwe jest stworzenie precyzyjnej klasyfikacji czynów i strategii manipulacyjnych; warto także pamiętać, że większość takich działań spełnia przesłanki więcej niż jednego czynu wskazanego w rozporządzeniu MAR jako manipulacja. Zawieraniu transakcji manipulacyjnych może towarzyszyć zaangażowanie kapitałowe w inny instrument finansowy, a transakcje przez manipulacje, w celu zwiększenia ich skuteczności, mogą iść w parze na przykład z rozpowszechnianiem informacji albo z nakłanianiem innych do określonych decyzji inwestycyjnych.

Należy także pamiętać, że korzyści generowane przez strategie manipulacyjne mogą mieć różne źródło, od najprostszych przypadków zawyżenia ceny instrumentu oraz sprzedania go po wysokiej cenie, przez zawarcie transakcji na wielu instrumentach finansowych oraz na wielu rynkach (wtedy strata na bezpośrednich trans-

⁹⁸ Na ten temat zob. np. M. Nawrocki: *Przestępstwa kierunkowe a zamiar niby-ewentualny*, Prokuratura i Prawo 2012, nr 5, s. 41–51.

⁹⁹ Przykładem może być podanie nieprawdziwych informacji o spółce przez członka zarządu, którego celem jest uniknięcie odpowiedzialności cywilnej, administracyjnej lub karnej, które pociąga za sobą wprowadzenie inwestorów w błąd oraz ustalenie ceny na nienaturalnym poziomie.

akcjach manipulacyjnych może być zrekompensowana poprzez zysk z tytułu instrumentu finansowego powiązanego z walorem, na którym dokonano manipulacji), po zawyżeniu przedmiotu zabezpieczenia (jeżeli akcje stanowią zabezpieczenie z tytułu innej transakcji, np. kredytu, który zostaje wyludzony¹⁰⁰), czy też poprawę bilansu spółki, w przypadku której akcje stanowią część posiadanych aktywów.

W poprzednich częściach artykułu omówiono dogmatyczne aspekty przepisów odnoszących się do manipulacji na rynku. Na zakończenie warto odnieść prowadzone rozważania do praktyki rynku kapitałowego, w szczególności wskazać na najczęstsze przypadki działań manipulacyjnych oraz zestawzić je z omówionymi do tej pory przepisami.

1. TRANSAKCJE MANIPULACYJNE — *WASH TRADE, MATCHED ORDERS, POOL, PUMP AND DUMP, TRASH AND CASH*

W pierwszej kolejności należy scharakteryzować podstawowe rodzaje transakcji manipulacyjnych. Pojęcie *wash trade* jest ogólnym określeniem transakcji, w przypadku których nie dochodzi do faktycznej zmiany ekonomicznego właściciela nabywanych lub zbywanych walorów¹⁰¹ — manipulant (lub grupa manipulantów) kolejno nabywa i zbywa taką samą liczbę walorów (nie zmieniając swojego stanu posiadania), wyłącznie w celu zwiększenia wolumenu obrotu czy też ustalenia ceny na pożądanym poziomie. Takie działanie nie posiada żadnego ekonomicznego sensu, poza bezpośrednim oddziaływaniem na mechanizm kształtowania ceny. Silnie powiązaniem pojęciem jest *matched orders*, tzn. dopasowane transakcje zawierane pomiędzy kilkoma inwestorami¹⁰² (określanymi także jako „spółdzielnia” — *pool*) w celu realizacji strategii manipulacyjnej.

Jeżeli chodzi o sam manipulacyjny efekt, to wskazać należy na strategię *pump and dump*, tzn. zawyżenie ceny instrumentu finansowego, a następnie sprzedaż walorów z zyskiem oraz pokrzywdzenie innych inwestorów. Strategią przeciwną jest *trash and cash*, czyli zaniżenie ceny instrumentu finansowego, powiązane z uprzednio zawartą krótką pozycją w tym instrumencie (np. z wykorzystaniem mechanizmu krótkiej sprzedaży), albo w celu nabycia waloru po zaniżonej cenie¹⁰³.

Dobłą ilustracją powyższych działań oraz strategii z polskiego rynku kapitałowego jest manipulacja na akcjach spółki Atlantis S.A., która miała miejsce w 2012 r.¹⁰⁴

¹⁰⁰ Na wyludzenie kredytu jako motyw przestępstw manipulacyjnych wskazuje m.in. W. Wąsowski: *Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw*, Przegląd Corporate Governance 2011, nr 2, s. 30.

¹⁰¹ Por. *Market Abuse Directive, Level 3 — first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, The Committee of European Securities Regulators, Ref: CESR/04–505b, s. 11.

¹⁰² Por. A. Błachnio-Parzych (w.): *Prawo rynku...*, *op. cit.*, s. 875.

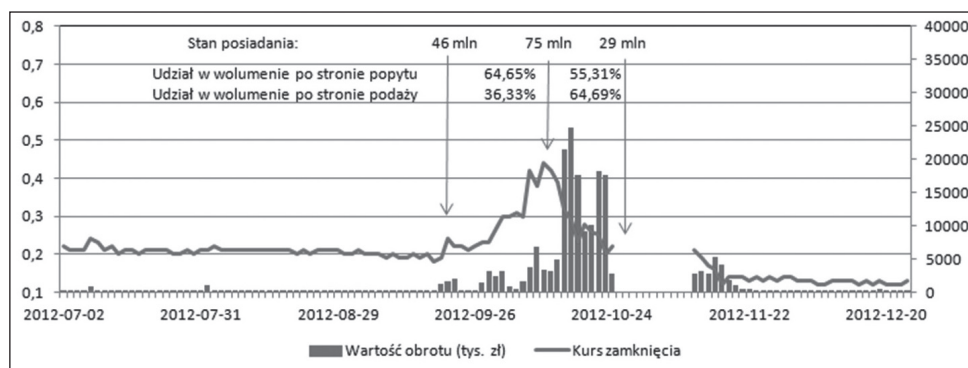
¹⁰³ Por. *Market Abuse Directive, Level 3 — first set...*, *op. cit.*, s. 13.

¹⁰⁴ Zob. szczegółowy opis omawianego przypadku: Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki ATLANTIS SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 6 listopada 2012 r.

W okresie od 19 września do 10 października kurs akcji wzrósł z poziomu 18 gr do poziomu 44 gr (w poprzedzających miesiącach utrzymywał się na stałym poziomie), czyli o ponad 144%, natomiast wolumen obrotu wzrósł ponad dziewiętnastokrotnie. W kolejnych dwóch tygodniach, pomiędzy 10 października a 24 października, kurs obniżył się o 50%, z poziomu 44 gr do poziomu 22 gr, natomiast wolumen wzrósł jeszcze sześciokrotnie w stosunku do poprzedniego miesiąca. Takie ukształtowanie kursu było spowodowane transakcjami pochodzącymi z rachunków grupy ośmiu inwestorów. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na trzy wielkości, tzn. udział grupy inwestorów w ogólnym wolumenie obrotu, transakcje wewnętrzne w ramach grupy oraz stan posiadania członków grupy.

W okresie wzrostu cen akcji udział grupy inwestorów w całkowitym wolumenie wynosił 64,65% po stronie popytu oraz 36,33% po stronie podaży, podczas gdy w okresie spadku poziomu cen udział ten wynosił 55,31% po stronie popytu oraz 64,69% po stronie podaży. W okresach tych transakcje wewnętrzne (*wash trade*, *matched orders*) wynosiły kolejno 32% oraz 34%. Stan posiadania inwestorów przed wzrostem cen wynosił 46 mln akcji, w momencie, gdy kurs osiągnął maksimum, stan posiadania wyniósł 75 mln akcji, natomiast po spadku cen wyłącznie 29 mln akcji. Opisaną sytuację ilustruje poniższy wykres.

Wykres 1. Manipulacja na akcjach spółki Atlantis SA



Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatu KNF z dnia 6 listopada 2012 r. oraz danych archiwalnych z serwisu Polskiej Agencji Prasowej: gpwinfstrefa.pl.

Powyższa sytuacja jest modelowym przykładem strategii *pump and dump*, przy wykorzystaniu opisanych praktyk manipulacyjnych. Grupa inwestorów nabywała akcje, jednocześnie windując ich cenę, w celu szybkiego zbycia posiadanego pakietu, które rozpoczęło się tuż po osiągnięciu przez kurs oczekiwanej ceny. Nie ulega wątpliwości, że zawierane transakcje (zwłaszcza *wash trade* i *matched orders* pomiędzy inwestorami) nie charakteryzowały się autentycznym interesem gospodarczym, gdyż ich celem było oddziaływanie na mechanizm kształtowania cen

i w efekcie realizacja złożonej strategii manipulacyjnej. Na gruncie rozporządzenia MAR tego typu działania realizowałyby zarówno przesłanki art. 12 ust. 1 lit. a tiret i (wprowadzenie w błąd co do popytu i podaży przez zawieranie szeregu transakcji, na podstawie których akcje pozostawały w rękach tej samej grupy), jak i art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii (ustalenie ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, gdyż transakcjom nie towarzyszył autentyczny interes gospodarczy, lecz chęć ustalenia ceny na określonym poziomie), a także art. 12 ust. 1 lit. b (wpłynięcie na cenę związane z wykorzystaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp z uwagi na realizację złożonej strategii manipulacyjnej).

Podobnym przypadkiem była manipulacja na akcjach spółki Investment Friends S.A., która miała miejsce w 2014 r.¹⁰⁵ W okresie od 15 maja do 16 lipca 2014 r. kurs akcji wzrósł z poziomu 62 gr do poziomu 3,4 zł (o 448,39%). Za ten ruch cen odpowiedzialna była grupa trzech inwestorów, którzy między innymi odpowiadali za 39,87% całkowitego wolumenu kupna oraz 10,4% całkowitego wolumenu sprzedaży oraz posiadali dominujący (do 88,8%) udział w wolumenie kupna na poszczególnych sesjach giełdowych. W kolejnym badanym okresie, od 14 lipca do 27 października 2014 r., kurs obniżył się do poziomu 44 gr, natomiast średni wolumen obrotu wzrósł ponad stoosiemdziesięciokrotnie (o 18 081%) w porównaniu z poziomem z początku roku. Za transakcje w tym okresie również odpowiadała grupa tych samych trzech inwestorów, którzy między innymi posiadali udział 41,47% w całkowitym wolumenie kupna oraz 42,34% w całkowitym wolumenie sprzedaży oraz wygenerowali sztuczny obrót na poziomie 64,81% całkowitego wolumenu¹⁰⁶.

Innymi przypadkami manipulacji przez zlecenia, które zostały podane do publicznej wiadomości, były manipulacje na akcjach spółek Elkop Energy S.A. w 2012 r.¹⁰⁷, Alchemia S.A. w okresie od 2013 do 2015 r.¹⁰⁸ oraz omówiona wcześniej manipulacja na akcjach spółki Boryszew S.A., dokonana w 2013 r.

2. TRANSAKCJE MANIPULACYJNE — *MARKING THE CLOSE*

Jeden z najgłośniejszych przypadków manipulacji na polskim rynku kapitałowym dotyczył fixingu na zamknięcie sesji w dniu 12 listopada 2008¹⁰⁹; sytuacja ta

¹⁰⁵ Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki Investment Friends SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 10 lutego 2015 r.

¹⁰⁶ Bardziej szczegółowy opis manipulacji dostępny jest w komunikacie KNF. Zob. *ibidem*.

¹⁰⁷ Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji oraz złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa manipulacji w obrocie akcjami spółki ELKOP ENERGY SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 6 listopada 2012 r.

¹⁰⁸ *Podjęcie manipulacji akcjami spółki Alchemia SA i blokada rachunków*, Komisja Nadzoru Finansowego.

¹⁰⁹ Komunikat KNF z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie podejrzenia manipulacji na fixingu na sesji giełdowej w dniu 12 listopada 2008 r., Komisja Nadzoru Finansowego, 21 listopada 2008 r.

w środowisku uczestników rynku kapitałowego określana jest często jako „fixing cudów”. W dniu 12 listopada 2008 r., w okresie rozpoczęcia kryzysu finansowego, giełdy światowe notowały duże spadki. W momencie zakończenia fazy notowań ciągłych indeks największych spółek WIG20 odnotował spadek o 9,1% w stosunku do dnia poprzedniego. O godzinie 16:14 (sześć minut przed zamknięciem, już w fazie notowań jednolitych — fixingu) wprowadzono dużą liczbę zleceń, które dotyczyły spółek z indeksu WIG20. Wszystkie zlecenia były zleceniami „Po Każdej Cenie” (bez limitu ceny), dotyczyły wszystkich spółek z indeksu, a co więcej, ich proporcja odwzorowała wartościowo udział każdej ze spółek w indeksie WIG20. Wartość zleceń wynosiła łącznie około 130 mln zł, przy łącznych obrotach na akcjach spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 na poziomie 725,7 mln (zlecenie stanowiło zatem około 17,9% dziennych obrotów). Zlecenie spowodowało gwałtowny wzrost wartości indeksu — dzień zakończył się spadkiem o 4,92%, co oznacza, że w samej fazie fixingu wartość indeksu znacznie się zwiększyła (znielowana została strata o wysokości 4,18% wartości zamknięcia w dniu poprzednim). Złożone zlecenie manipulacyjne było powiązane z otwartą pozycją inwestora na rynku instrumentów pochodnych, w kontrakcie terminowym *forward*. Opisana sytuacja jest modelowym przykładem działania określanego jako *marking the close*, tzn. składania dużych zleceń tuż przed zamknięciem notowań, w celu wpłynięcia na sam kurs zamknięcia.

Marking the close jest częstą praktyką manipulacyjną, zwłaszcza w przypadku, gdy dany walor jest powiązany z innym instrumentem finansowym lub gdy dla manipulanta istotne są inne czynniki niż sam kurs pojedynczego waloru. Należy podkreślić, że z reguły w oparciu o kurs zamknięcia ustalane są rozliczenia z tytułu instrumentów pochodnych; kurs zamknięcia stanowi też najczęściej podstawę wyceny instrumentów (np. na potrzeby bilansu spółki)¹¹⁰. Praktyka ta realizuje w szczególności czyn opisany w art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii rozporządzenia MAR, tzn. utrzymanie ceny instrumentu finansowego na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, ponadto w przypadku zleceń sygnalizacyjnych, tzn. takich, które nie mają zostać ostatecznie zrealizowane, ale ich celem jest wyłącznie oddziaływanie na świadomość inwestorów, zastosowanie znajdzie art. 12 ust. 1 lit. a tiret i rozporządzenia MAR, tzn. wprowadzenie w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego. Warto pamiętać, że w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi składanie zleceń przed zamknięciem stanowiło osobny czyn manipulacyjny (art. 39 ust. 2 pkt 7), niemniej taki stan wynikał z wadliwej implementacji przepisów dyrektywy MAD. *Marking the close* jest wyłącznie jednym z przykładów działań zmierzających do ukształtowania ceny na nienaturalnym bądź sztucznym poziomie.

¹¹⁰ Por. *Market Abuse Directive, Level 3 — first set...*, op. cit., s. 11.

3. MARKET CORNER

Innym przykładem strategii manipulacyjnej jest działanie związane z utrzymaniem kontroli nad rynkiem, określane jako *market corner* lub *abusive squeeze*. Praktyka ta polega na wykorzystaniu dominującej pozycji rynkowej w określonym instrumencie finansowym, który stanowi podstawę innego instrumentu (instrumentu pochodnego) bądź umowy (z reguły z tytułu transakcji krótkiej sprzedaży). Podmiot kontrolujący rynek może z łatwością oddziaływać na cenę instrumentu, który inni inwestorzy muszą i tak nabyć lub sprzedać, aby wykonać swoje zobowiązania z innego tytułu.

Praktyki tego rodzaju były bardzo częste zwłaszcza w drugiej połowie XIX w.¹¹¹, z uwagi na mniejszą płynność rynku, mniejsze wymogi w zakresie depozytu zabezpieczającego w przypadku krótkiej sprzedaży, nieprzejrzystą strukturę własności (brak wymogów w zakresie ujawniania znacznych pakietów akcji), mniejszą niezależność systemu sądownictwa oraz powszechne łapówkarstwo czy też brak standardów ochrony akcjonariuszy mniejszościowych¹¹². Spektakularnym przykładem wykorzystania pozycji dominującej na rynku był tzw. Harlem Railroad Corner. Amerykański inwestor Cornelius Vanderbilt nabył akcje spółki kolejowej Harlem Railway po około 8–9 dolarów za jedną akcję, po czym cena wzrosła do około 50 dolarów. Rada Miasta Nowy Jork w 1963 r. podjęła uchwałę zezwalającą spółce na inwestycję polegającą na budowie linii tramwajowej wzdłuż Broadwayu, co spowodowało dalszy wzrost ceny akcji do około 75 dolarów. Członkowie Rady Miasta, chcąc odnieść zysk kosztem Vanderbilta oraz spółki, zawarli szereg transakcji krótkiej sprzedaży, po czym uchylili uchwałę, co miało w założeniu spowodować spadek ceny akcji. Cornelius Vanderbilt skupił jednak uprzednio wszystkie akcje spółki i spekulanci, będąc zmuszonymi do wypełnienia zobowiązań z tytułu krótkiej sprzedaży, kupowali od niego akcje po 179 dolarów¹¹³.

Pomimo faktu, że *market corner* był właściwy głównie wczesnemu okresowi rozwoju giełd oraz, jak mogłoby się wydawać, dotyczy zasadniczo mniejszych spółek (o niewielkiej płynności), przykład strategii opartej na dominującej pozycji na rynku można było zaobserwować w okresie kryzysu finansowego w roku 2008. W tym miejscu warto raz jeszcze odwołać się do manipulacji na akcjach Volkswagen dokonanej przez koncern Porsche¹¹⁴. 3 marca 2008 r. spółka Porsche wydała oświadczenie o zgodzie rady nadzorczej na zwiększanie udziału kapitałowego powyżej poziomu 50% akcji, przy jednoczesnym stwierdzeniu, że połączenie spółek nie jest

¹¹¹ Por. E. Chancellor: *Historia...*, *op. cit.*, s. 261, który stwierdza, że operacja zwana kornem stała się znamiennym spekulacji w dziewiętnastowiecznej Ameryce.

¹¹² Przyczyny te podają F. Allen, L. Litov, J. Mei: *Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners*, *Review of Finance* 2006, Vol. 10, s. 660–661.

¹¹³ F. Allen, L. Litov, J. Mei: *Large...*, *op. cit.*, s. 679; E. Chancellor: *Historia...*, *op. cit.*, s. 241.

¹¹⁴ Por. uwagi w części III.3 niniejszego artykułu.

planowane. Kilka dni później pojawiły się doniesienia prasowe, że planem Porsche jest zwiększenie udziału do 75%. 10 marca 2008 r. spółka jednoznacznie zaprzeczyła tym doniesieniom¹¹⁵.

Jednocześnie, w tym samym okresie, koncern Porsche zawarł liczne umowy opcji, odnoszące się do około 31,5% wszystkich akcji Volkswagen. 26 października 2008 r. wydano oświadczenie, że Porsche planuje zwiększyć zaangażowanie kapitałowe w Volkswagen do 75%, co umożliwi zawarcie umowy holdingowej. Nabycie dużej liczby opcji kupna spowodowało, że faktyczna liczba akcji spółki Volkswagen w obrocie znacznie się zmniejszyła. Wynika to z faktu, że bank, sprzedając instrumenty pochodne, musi być neutralny względem ryzyka, tzn. zysk banku pochodzi z premii opcyjnej (płaconej przez nabywcę — w tym wypadku koncern Porsche), nie zaś z ekspozycji na ryzyko. Bank, wystawiając opcję — czyli zobowiązując się do wypłaty strumieni pieniężnych w określonych warunkach — nabywa jednocześnie instrument bazowy, co zapewnia mu zabezpieczenie przed konsekwencjami niekorzystnych ruchów cen. W październiku 2008 r., z uwagi na rosnące, przewarżościowane ceny akcji Volkswagen, wiele podmiotów zawierało umowy krótkiej sprzedaży. W momencie potwierdzenia przez Porsche planu zwiększenia udziału kapitałowego, płynność akcji Volkswagen była minimalna. 20,2% akcji Volkswagen było w posiadaniu rządu Dolnej Saksonii, 42,6% było w posiadaniu Porsche, natomiast 31,5% akcji nie było w obrocie, gdyż stanowiły one zabezpieczenie pozycji banków z tytułu umów zawieranych z Porsche¹¹⁶. Tym samym w obrocie pozostawało wyłącznie około 5,7% akcji, przy czym część z nich także nie była sprzedawana z uwagi na fakt, że były one w posiadaniu funduszy, których strategie inwestycyjne polegały na dokładnym odwzorowaniu zachowania określonych indeksów (a zatem fundusze te i tak nie byłyby skłonne do sprzedaży akcji)¹¹⁷. Jednocześnie umowy krótkiej sprzedaży zawarte przez spodziewających się spadku inwestorów dotyczyły około 12,9% akcji. Konsekwencją takiego obrazu rynku była niemożność nabycia przez inwestorów akcji w celu wykonania zobowiązań z tytułu krótkiej sprzedaży, co spowodowało gwałtowny wzrost akcji Volkswagen z poziomu około 200 euro (który to poziom i tak był uważany przez wielu inwestorów za zbyt wysoki) do około 1000 euro. Inwestorzy, którzy zajęli pozycje krótkiej sprzedaży, stracili łącznie pomiędzy 10 a 15 miliardów euro, czemu odpowiadały bardzo wysokie zyski Porsche z tytułu zajętych pozycji w opcjach na akcje Volkswagen¹¹⁸.

Tego rodzaju złożona strategia realizuje przede wszystkim przesłankę wpłynięcia na cenę z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp (art. 12 ust. 1 lit. b rozporządzenia MAR), jak również wprowadzenia w błąd

¹¹⁵ T.M.J. Möllers: *The takeover...*, *op. cit.*, s. 415.

¹¹⁶ K.R.L. Godfrey: *Detecting...*, *op. cit.*, s. 324.

¹¹⁷ Fakt ten podkreśla C. Pirrong: *When Porsche Cornered Volkswagen: A Legitimate Complaint*, tekst dostępny na stronie: www.nasdaq.com.

¹¹⁸ T.M.J. Möllers: *The takeover...*, *op. cit.*, s. 415.

co do popytu, podaży lub ceny na instrument finansowy (art. 12 ust. 1 lit. a tiret ii) oraz manipulacji przez informacje (art. 12 ust. 1 lit. c rozporządzenia MAR). Ustawodawca europejski wymienia także *market corner* jako przykład praktyk manipulacyjnych¹¹⁹. Na zakończenie warto dodać, że w poprzednim stanie prawnym polski ustawodawca określał kontrolę nad rynkiem jako odrębny rodzaj manipulacji¹²⁰.

4. MANIPULACJA PRZEZ INFORMACJE

Ostatnim typem praktyk manipulacyjnych jest manipulacja przez rozpowszechnianie informacji. W tym przypadku manipulant przekazuje do publicznej wiadomości nieprawdziwe informacje, w celu oddziaływania na zachowania uczestników rynku. Warto zaznaczyć, że warunkiem, aby doszło do manipulacji, musi być nieprawdziwość informacji lub przekonanie manipulanta o nieprawdziwości przekazanego komunikatu. W przypadku gdy dana osoba przekazuje informacje prawdziwe, nieprzekazane do publicznej wiadomości, zawierając uprzednio określone transakcje, poprawną kwalifikacją byłoby raczej wykorzystywanie informacji poufnych. Z kolei w przypadku, w którym manipulant rozpowszechnia informacje prawdziwe, będąc w przekonaniu o ich nieprawdziwości, należałoby mówić o usiłowaniu dokonania manipulacji.

Zasadniczo manipulacja przez rozpowszechnianie informacji może nastąpić z wykorzystaniem mediów lub też w inny sposób. W przypadku wykorzystania dostępu do mediów, w obecnym stanie prawnym nie ma znaczenia, czy manipulant jest dziennikarzem, czy też inną osobą niewykonywającą tego zawodu. Głośnym przykładem z polskiego rynku kapitałowego była manipulacja dokonana przez dziennikarza ogólnopolskiej gazety poświęconej giełdzie „Parkiet”¹²¹. Dziennikarz w swoich artykułach przedstawiał głównie małe i średnie spółki, w przypadku których przekazywane informacje miały silnie cenotwórczy charakter. Tuż przed publikacją dokonywano transakcji z dwóch rachunków maklerskich, z których jeden należał do członka rodziny dziennikarza, drugi zaś do osoby trzeciej, ale logowanie i tak następowało z tego samego komputera. Wszystkie transakcje dotyczyły spółek, które były opisywane, ponadto z rachunków nie dokonywano jakichkolwiek innych transakcji. Łączny zysk na obu rachunkach (z których pierwotnie na jednym było 40 tys. zł, na drugim 60 tys. zł) wyniósł około 400 tys. zł.

¹¹⁹ Por. art. 12 ust. 2 lit. a rozporządzenia MAR: [za manipulację na rynku uznaje się] postępowanie osoby lub osób działających wspólnie, mające na celu utrzymanie dominującej pozycji w zakresie podaży lub popytu na instrument finansowy, powiązane kontrakty towarowe na rynku kasowym lub sprzedawane na aukcji produkty oparte na uprawnieniach do emisji, które skutkuje albo może skutkować, bezpośrednio lub pośrednio, ustaleniem poziomu cen sprzedaży lub kupna lub stwarza albo może stwarzać nieuczciwe warunki transakcji.

¹²⁰ Por. art. 39 ust. 2 pkt 6 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

¹²¹ Przypadek ten opisany został m.in. na łamach Gazety Wyborczej; zob. W. Czuchnowski: *Pisał o giełdzie, by manipulować kursami akcji*, Gazeta Wyborcza z 10 maja 2011 r.

Przykładem dokonania manipulacji przez informacje w inny sposób była sprawa spółki Petrolinvest. Członkowie zarządu, w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych, przekazali, w trybie przekazywania informacji poufnych, informację na temat dokonanego odwiertu w Kazachstanie, które wskazywały na szansę na odnalezienie złoża¹²². Raport zawierał wiele danych technicznych, trudnych do interpretacji dla inwestorów, jednocześnie nie przekazując informacji o faktycznym znaczeniu odwiertu, w szczególności o prawdopodobieństwie odnalezienia złoża oraz o konsekwencjach dla sytuacji finansowej spółki. Komisja Nadzoru Finansowego uznała, że przekazanie tego typu nieprecyzyjnej oraz potencjalnie wprowadzającej w błąd informacji stanowiło manipulację kursem akcji i nałożyła na członków zarządu kary pieniężne o wysokości kolejno 180 tys. zł oraz 150 tys. zł¹²³.

VI. PODSUMOWANIE

Rynek finansowy jest istotnym elementem nowoczesnej gospodarki wolnorynkowej, umożliwiającym pozyskanie przedsiębiorstwom alternatywnego źródła finansowania oraz pozwalającym inwestorom na lokowanie nadwyżek finansowych. Aby jego funkcje mogły być realizowane poprawnie, konieczne jest zapewnienie ram prawnych nastawionych na przeciwdziałanie nieuczciwym praktykom. W dniu 3 lipca 2016 r. weszło w życie rozporządzenie MAR, które w sposób kompleksowy odnosi się do problematyki nadużyć na rynku. Zmiany polegają na bezpośrednim stosowaniu jednolitych norm w całej Unii Europejskiej (w przeciwieństwie do nieobowiązującej dyrektywy MAD, która podlegała implementacji w każdym państwie członkowskim), objęciu przepisami przeciwdziałającymi manipulacji także rynków MTF i OTF oraz dodatkowych instrumentów, jak również na uszczegółowieniu przepisów. Zasadnicza struktura norm dotyczących manipulacji nie uległa istotnym zmianom.

W podstawowym ujęciu wyodrębnić należy działania realizujące manipulację oraz przesłanki manipulacji. Na gruncie rozporządzenia MAR działaniami manipulacyjnymi są: 1) składanie zleceń lub zawieranie transakcji; 2) rozpowszechnianie informacji oraz 3) inne działania. Przesłankami manipulacji są: 1) wprowadzenie w błąd co do popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego; 2) ustalenie ceny na nienaturalnym lub sztucznym poziomie oraz 3) wykorzystanie fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzenia w błąd lub podstęp. Manipulacja wskaźnikiem referencyjnym stanowi odrębną kategorię manipulacji.

Analiza przesłanek manipulacji prowadzi do wniosku, że kluczowe znaczenie dla zakwalifikowania działań inwestora jako manipulacji na rynku ma wymiar su-

¹²² Zob. Raport bieżący spółki Petrolinvest S.A. nr 81/2011 z dnia 23 sierpnia 2011 r.

¹²³ Komunikat w sprawie kar pieniężnych dla Bertranda Le Guerna i Marka Pietruszewskiego, Komisja Nadzoru Finansowego, 15 stycznia 2016 r.

biektywny, związany z zamiarem manipulanta. Wzorcem badania zachowań pod kątem manipulacji na rynku jest autentyczny interes gospodarczy inwestora. W przypadku gdy analizowanym działaniom można przypisać autentyczny interes gospodarczy, powiązany z ekonomiczną funkcją inwestycji w określone instrumenty, działania te należy uznać za nienaruszające przepisów dotyczących manipulacji na rynku. Manipulacją są takie działania, których jedynym faktycznym celem jest samo w sobie oddziaływanie na mechanizm rynkowy, z nastawieniem na uzyskanie korzyści z wykreowanego w ten sposób ruchu cen, czy też związanej z otwartą pozycją w innym, powiązanym instrumencie. Takim działaniom nie można przypisać autentycznego interesu gospodarczego, gdyż nie realizują ekonomicznej funkcji wymiany rynkowej (w tym wypadku transakcji na instrumentach finansowych), lecz ich celem jest wyłącznie ukształtowanie obrazu rynku w pożądanym przez manipulantę sposób. W przypadku manipulacji przez informacje mechanizm oddziaływania na rynek jest analogiczny z takim zastrzeżeniem, że manipulant nie wykorzystuje systemu obrotu (nie składa zleceń), ale przez podawanie nieprawdziwych informacji wywiera wpływ na zachowania innych inwestorów.

Manipulacja jest przestępstwem formalnym (bezs skutkowym). W przypadku czynów polegających na składaniu zleceń oraz zawieraniu transakcji manipulacji można dokonać wyłącznie z zamiarem bezpośrednim, w przypadku innych rodzajów manipulacji możliwe jest zarówno działanie z zamiarem bezpośrednim, jak i z zamiarem ewentualnym (wynikowym).

BIBLIOGRAFIA

1. LITERATURA

- Allen F., Litov L., Mei J.: *Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners*, Review of Finance 2006, Vol. 10, s. 645–693.
- Aronson E., Wilson T.D., Akert R.M.: *Psychologia społeczna. Serce i umysł*, Poznań 1997.
- Avgouelas E.: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, New York 2005.
- Begg D., Fischer S., Dornbusch R.: *Mikroekonomia*, Warszawa 2007.
- Błachnio-Parzych A.: *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011.
- Błachnio-Parzych A. (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2012.
- Błachnio-Parzych A., Sereżyńska I.: *Wykorzystanie informacji poufnej i manipulacja na rynku — nowe projekty Komisji Europejskiej przeciwdziałające nadużyciom na rynku*, Europejski Przegląd Sądowy 2013, nr 6, s. 24–31.

- Budzeń D.M.: *Manipulacyjne kształtowanie cen papierów wartościowych*, Glosa 1996, nr 9, s. 5–9.
- Chancellor E.: *Historia spekulacji finansowych*, Warszawa 2001.
- Cooter R., Ulen T.: *Ekonomiczna analiza prawa*, Warszawa 2011.
- Czekaj J., Raganiewicz J. (w:) *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, pod red. J. Czekaja, Warszawa 2008.
- Dach Z.: *Mikroekonomia dla studiów licencjackich*, Kraków 2005.
- Dąbrowska-Kardas M., Kardas P. (w:) *Kodeks karny. Część szczególna*, t. III, *Komentarz do art. 278–363*, pod red. A. Zolla, Warszawa 2016.
- Dybiński J. (w:) *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Fischel D.R., Ross D.J.: *Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?*, Harvard Law Review 1991, Vol. 105, s. 503–553.
- Glicz M.: *Manipulacja instrumentem finansowym jako nadużycie na rynku kapitałowym*, Gdańskie Studia Prawnicze 2005, t. XIV, s. 931–943.
- Godfrey K.R.L.: *Detecting the great short squeeze on Volkswagen*, Pacific-Basin Finance Journal 2016, Vol. 40, s. 323–334.
- Johnson P.: *Making the Market. Victorian Origins of Corporate Capitalism*, New York 2010.
- Kahneman D., Tversky A.: *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica 1979, Vol. 47, s. 263–291.
- Korn K.: *Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym — część II*, Transformacje Prawa Prywatnego 2012, nr 4, s. 31–66.
- Kuciński R.: *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2002.
- Martysz C.B.: *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading*, Warszawa 2015.
- Moloney N.: *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford 2014.
- Mosionek-Schweda M.: *Wpływ wielostronnych platform obrotu na funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2015, nr 855, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 74, t. 1, s. 139–151.
- Möllers T.M.J.: *The takeover battle Volkswagen/Porsche: the Piëch-Porsche clan-family clan acquires a majority holding in Volkswagen*, Capital Markets Law Journal 2015, Vol. 10, No. 3.
- Nawrocki M.: *Przestępstwa kierunkowe a zamiar niby-ewentualny*, Prokuratura i Prawo 2012, nr 5, s. 41–51.
- Poitras G.: *Valuation of Equity Securities: History, Theory and Application*, Singapore 2011.
- Regucki T.: *W poszukiwaniu nowego modelu regulacji stałych obowiązków informacyjnych spółek giełdowych w perspektywie zmian regulacji Unii Europejskiej. Ujęcie prawno-ekonomiczne z uwzględnieniem ekonometrycznej analizy wpływu*

- realizacji obowiązków informacyjnych na ceny akcji emitentów*, Internetowy Przegląd Prawniczy TBSP UJ 2014, nr 4, s. 45–77.
- Romanowski M.: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.
- Schiller R.: *Irrational Exuberance*, Princeton 2015.
- Sójka T.: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008.
- Sójka T. (w.): *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. T. Sójki, Warszawa 2015.
- Spyra M. (w.): *System prawa handlowego*, t. 4, *Prawo instrumentów finansowych*, pod red. M. Steca, Warszawa 2016.
- Szyszk A.: *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Poznań 2009.
- Wąsowski W.: *Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw*, Przegląd Corporate Governance 2011, nr 2, s. 27–43.
- Wróbel W., Zoll A.: *Polskie prawo karne. Część ogólna*, Kraków 2010.
- Zielonka P.: *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2008.
- Zoll A. (w.): *Kodeks karny. Część ogólna. Komentarz*, t. I, pod red. A. Zolla, Warszawa 2007.
- Żakowski J.: *Zawał. Zrozumieć kryzys*, Warszawa 2009.

2. INNE ŹRÓDŁA (OFICJALNE RAPORTY I INNE DOKUMENTY, MATERIAŁY PRASOWE, ŹRÓDŁA INTERNETOWE)

- Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2000.
- Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji oraz złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa manipulacji w obrocie akcjami spółki ELKOP ENERGY SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 6 listopada 2012 r.
- Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki ATLANTIS SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 6 listopada 2012 r.
- Komunikat o zaistnieniu okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki Investment Friends SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 10 lutego 2015 r.
- Komunikat w sprawie kar pieniężnych dla Bertranda Le Guerna i Marka Pietruszewskiego, Komisja Nadzoru Finansowego, 15 stycznia 2016 r.

- Komunikat w sprawie zaistnienia okoliczności wskazujących na dokonanie manipulacji w obrocie akcjami spółki BORYSZEW SA, Komisja Nadzoru Finansowego, 7 maja 2013 r.
- Komunikat KNF z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie podejrzenia manipulacji na fixingu na sesji giełdowej w dniu 12 listopada 2008 r., Komisja Nadzoru Finansowego, 21 listopada 2008 r.
- Końcowe stanowisko UKNF dotyczące kontroli, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, 21 maja 2015 r., DPI/WN/0912/1/19/15.
- Libor manipulation and its consequences*, Library of the European Parliament, 7 września 2012 r.
- Market Abuse Directive, Level 3 — first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, The Committee of European Securities Regulators, Ref: CESR/04–505b.
- MiFID II: The new market structure paradigm*, Linklaters 2014.
- Nadzór nad publicznym obrotem instrumentami finansowymi. Informacja o wynikach kontroli*, Najwyższa Izba Kontroli, 5 maja 2015 r., KBF–4101–07–00/2014, nr ewid. 71/2015/P/14/012/KBF.
- Pisał o giełdzie, by manipulować kursami akcji*, red. W. Czuchnowski, Gazeta Wyborcza z 10 maja 2011 r.
- Podejrzenie manipulacji akcjami spółki Alchemia SA i blokada rachunków*, Komisja Nadzoru Finansowego.
- Prokuratura Okręgowa w Warszawie: akt oskarżenia w sprawie manipulacji akcjami na WIG20 (komunikat), Polska Agencja Prasowa, 25 maja 2015 r.
- Raport bieżący spółki Petrolinvest S.A. nr 81/2011 z 23 sierpnia 2011 r.
- Wendelin Wiedeking and Holger Härter acquitted of market manipulation*, Financial Times z 18 marca 2016 r.
- When Porsche Cornered Volkswagen: A Legitimate Complaint*, C. Pirrong, tekst dostępny na stronie: www.nasdaq.com.

TOMASZ REGUCKI

MARKET MANIPULATION IN THE LIGHT OF MARKET ABUSE REGULATION

S u m m a r y

The article discusses the issues regarding market manipulation. It presents the evolution of the market abuse regime with special emphasis on Market Abuse Regulation (596/2014) adopted on 16 April 2014, as well as it also presents changes in Polish capital market laws

related to adaptation of the Polish legal system to standards established in the EU Regulation. The article includes a detailed analysis of actions resulting in manipulation together with analysis of legal conditions of market manipulation. It describes manipulative transactions, dissemination of information and other actions, as well as the fundamental notions of artificial price, false or misleading signals regarding the demand or supply and fictitious devices or any other form of deception or contrivance. In the article it is emphasized that the concept of market manipulation is always based on subjective actions of an investor. The actions of investors need to be analyzed in the light of authentic (genuine) economic interest of an investor — the concept of market manipulation is based on actions that do not have the authentic (genuine) economic interest, but their sole purpose is to influence the market mechanism and fixing of prices. The article also covers the practical aspects of market manipulation — the legal analysis is completed by major examples of market manipulation which occurred in Poland and in other countries.