

KAMIL KORN*

POJĘCIE MANIPULACJI INSTRUMENTEM FINANSOWYM — CZĘŚĆ I

WPROWADZENIE

Stosownie do art. 39 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹ manipulacja instrumentem finansowym jest zakazana. Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym zdefiniowane jest w art. 39 ust. 2 tejże ustawy. Sankcje za naruszenie wspomnianego zakazu zawierają art. 172 i 183 u.o.i.f. Przepisy te stanowią implementację postanowień dyrektywy 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)² (dalej jako: dyrektywa o nadużyciach), w szczególności art. 2 pkt 1 tejże dyrektywy zawierającego definicję „manipulacji na rynku”. Stosownie do pkt 12 preambuły tej dyrektywy celem zakazu manipulacji, podobnie jak zakazu wykorzystywania informacji poufnych, jest „zapewnienie integralności rynków finansowych Wspólnoty i zwiększenie zaufania inwestorów do tych rynków”. W niniejszym artykule podjęta zostanie próba wykładni polskich przepisów definiujących manipulację instrumentem finansowym w świetle przepisów dyrektywy o nadużyciach. Ponieważ manipulacja instrumentem finansowym jest zjawiskiem nie tylko prawnym, lecz także ekonomicznym, przed rozważaniami ściśle prawniczymi naszkicowana zostanie ogólna problematyka definicji manipulacji instrumentem finansowym oraz przedstawione zostaną podstawowe schematy działań stanowiących manipu-

* Autor ukończył prawo na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego; obecnie jest doktorantem na Wydziale Prawa Uniwersytetu Ruprechta–Karola w Heidelbergu.

¹ T.j. Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 ze zm.; dalej jako u.o.i.f.

² Dz.U. UE z 12 kwietnia 2003 r. L 96, s. 16 ze zm., Dz.U. UE PWS rozdział 6, t. 4, s. 367 ze zm.

lację. Warunkiem właściwej wykładni przepisów prawa jest wszakże zrozumienie istoty zjawiska, które one regulują.

1. POJĘCIE MANIPULACJI INSTRUMENTEM FINANSOWYM W OGÓLNOŚCI

Zasadniczo rzecz biorąc, manipulacja instrumentem finansowym polega na stosowaniu różnego rodzaju nieuczciwych środków w celu wpłynięcia na jego cenę w taki sposób, aby osiągnąć zysk. Tak ogólne ujęcie nie pozwala jednak na jednoznaczne odróżnienie zwykłych zachowań rynkowych od tych, które stanowią manipulację. Uchwycenie konstytutywnych cech działań, które powinno się kwalifikować jako manipulację, jest zadaniem definicji tego zjawiska.

Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym nie zostało w żadnym akcie prawnym syntetycznie zdefiniowane. Zarówno przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jak i dyrektywy o nadużyciach wymieniają jedynie poszczególne kategorie manipulacyjnych zachowań.

Uniwersalna definicja manipulacji jest niezwykle trudna do skonstruowania, choćby ze względu na fakt, że nieograniczoność ludzkiej inwencji twórczej wciąż prowadzi i prowadzić będzie do konstruowania coraz to nowych technik manipulacyjnych. Dotychczas podejmowane w naukach ekonomicznych oraz prawodawstwie próby definicyjne opierają się co do zasady na czterech podstawowych sposobach podejścia:

- obiektywnym — polegającym na uznaniu za manipulacyjne takich zachowań, które prowadzą do ustalenia się cen handlowanych walorów na sztucznym poziomie (*artificial price*) lub takich, których rezultatem jest wysyłanie na rynek fałszywych albo wprowadzających w błąd sygnałów (*false or misleading impressions*);
- subiektywnym — polegającym na uznaniu za manipulacyjne działań, które są podejmowane z zamiarem podstępnego nakłonienia innych uczestników rynku do zawarcia określonych transakcji i tym samym manipulacyjnego wpłynięcia na poziom cen;
- mieszanym — polegającym na połączeniu dwóch poprzednich koncepcji;
- uznaniu za manipulacyjne zachowań, które polegają na nadużyciu dominującej pozycji na rynku w celu ukształtowania cen na określonym poziomie³.

³ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford 2005, s. 107–108.

1.1. KONCEPCJA OBIEKTYWNA

Koncepcja obiektywna zasadza się na założeniu, że na wolnym rynku da się ustalić „prawdziwą”, „naturalną” czy też „właściwą”⁴ cenę, którą można by przeciwstawić cenie sztucznej. Pozwalałoby to na zdefiniowanie manipulacji poprzez proste uznanie, że jest nią każde działanie, które prowadzi do ustalenia się na rynku ceny odbiegającej od prawdziwej, czyli powodujące powstanie ceny sztucznej. Podstawowym problemem jest jednak fakt, że nie ma satysfakcjonujących metod ustalenia prawdziwej ceny⁵. W przypadku akcji można próbować uznać za prawdziwą cenę, która w pełni odzwierciedla ich wartość fundamentalną (wewnętrzną). Nie uzyska się jednak w ten sposób kryterium, na podstawie którego można by stworzyć użyteczną definicję manipulacji. Jest tak co najmniej z dwóch względów. Pierwszym z nich jest fakt, że nie ma ekonomicznego modelu, na podstawie którego można by wartość fundamentalną w bezsporny sposób ustalić. Najbardziej rozpowszechnionym modelem równowagi służącym do obliczania wartości fundamentalnej akcji jest *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), jednak w żadnym wypadku nie można uznać go za prowadzący do pewnych i bezsprzecznych rezultatów⁶. Ponadto uczestnicy rynku nie zawsze działają racjonalnie. Niejednokrotnie na podejmowanie przez nich decyzji wpływają czynniki irracjonalne jak na przykład emocje⁷. Niezbicie świadczą o tym pojawiające się od czasu do czasu na światowych giełdach tzw. bańki spekulacyjne. W związku z tym kurs giełdowy nieraz nawet bez zajścia manipulacyjnych zachowań na rynku nie będzie odzwierciedlał wartości fundamentalnej walorów⁸, gdyż inwestorzy przy podejmowaniu decyzji kupna bądź sprzedaży nie będą się kierować analizą ich wartości fundamentalnej, lecz innymi, irracjonalnymi względami. Co więcej, incydentalnie może się nawet zdarzyć, że manipulacyjne działanie doprowadzi do zmiany kursu instrumentu finansowego na giełdzie w taki sposób, iż przybliży się on do poziomu kursu, który najlepiej odzwierciedla wartość fundamentalną tego waloru. Może tak się stać na przykład wtedy, gdy ktoś celowo rozpowszechnia fałszywe informacje o grożącej spółce niewypłacalności w sytuacji, gdy jej akcje są na rynku przewartościowane, w tym sensie, że ich cena jest wyższa od ceny właściwej, czyli takiej, która trafnie odzwierciedlałaby ich wartość fundamentalną. Spadek ceny spowodowany przez nieprawdziwe informacje może prowadzić do tego rezultatu, że cena akcji przybliży się do ceny właściwej.

⁴ Pojęcia „naturalnej”, „prawdziwej” i „właściwej” ceny uznaję za równoznaczne i używam ich w dalszej części pracy wymiennie.

⁵ Przedstawienie różnych prób odróżnienia ceny sztucznej od właściwej — zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 108–111.

⁶ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 51–54, z dalszymi odesłaniami; zob. też P. Sester: *Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzrichtlinien und -standards*, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* (dalej: ZGR) 2009, nr 2, s. 328–329.

⁷ Jest to główna teza tzw. teorii finansów behawioralnych; zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 58 i n., oraz literatura tam cytowana.

⁸ Pojęcie „walor” jest w tekście używane jako równoważne z pojęciem instrumentu finansowego.

Mimo to, rozpowszechnianie nieprawdziwych informacji dotyczących spółek notowanych na giełdzie należy przecież uznać za manipulacyjną praktykę także w sytuacji, gdy prowadzi to do ustalenia się ceny akcji tych spółek na poziomie trafnie odzwierciedlającym ich wartość fundamentalną.

Innym sposobem podejścia mającym służyć ustaleniu ceny właściwej jest uznanie, że powstaje ona w wyniku legitymowanego popytu i podaży. Cena sztuczna byłaby wówczas wynikiem pojawienia się na rynku nielegitymowanego popytu lub podaży⁹. Powstaje jednak wtedy nowy problem skonstruowania kryteriów oceny, na podstawie których można by rozstrzygnąć, które transakcje handlowe tworzą legitymowany popyt lub podaż, a które nie. Wydaje się jednak, że w pełni obiektywne kryteria nie są tutaj dostępne. Każde z nich można bowiem uznać za arbitralne¹⁰.

Wszystkie powyższe względy przesądzają o tym, że posługując się wyłącznie kryterium sztucznej ceny nie da się jednoznacznie orzec, które zachowania należy uznać za manipulacyjne. Już z samego bowiem faktu, że nie da się w sposób precyzyjny i bezsporny wyliczyć, jaką wysokość powinna mieć na rynku cena właściwa, wynika, że nie można określić, które zachowania prowadzą do ustalenia się ceny od niej odbiegającej, czyli sztucznej, i które wskutek tego należałoby uznać za manipulacyjne. Innymi słowy, nie ma możliwości zbudowania użytecznej definicji manipulacji jedynie w oparciu o kryterium sztucznego poziomu ceny, w wypadku gdy właściwa cena nie jest znana, gdyż prowadziłoby to do definiowania nieznanego przez nieznanego. Jeśli by z kolei uznać za cenę prawdziwą taką, która ukształtowana została na rynku wolnym od manipulacji, to wręcz najpierw trzeba by określić, które zachowania są manipulacyjne. Dopiero wtedy można by rozstrzygnąć, czy dana cena została ukształtowana na rynku wolnym od manipulacji i jest tym samym ceną prawdziwą, czy też jest wynikiem manipulacji i tym samym ceną sztuczną. W tym kontekście za zupełnie nieprzydatną należy uznać przywoływaną w literaturze definicję określającą manipulację jako praktyki powodujące ukształtowanie się ceny na takim poziomie, który nie odpowiada poziomowi, który ukształtowałby się przy niezakłóconej grze popytu i podaży¹¹. Problem bowiem w tym, że właśnie to, co zakłóca wolną grę sił rynkowych (popytu i podaży), stanowi manipulację, a nie zostało bliżej określone w definiensie.

Drugi komponent koncepcji obiektywnej — wysyłanie na rynek fałszywych albo wprowadzających w błąd sygnałów — jest przynajmniej w teorii łatwiejszy do uchwycenia. Kwalifikacja tych sygnałów, będących pochodną określonych zachowań

⁹ Zob. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: *INVESTIGATING AND PROSECUTING MARKET MANIPULATION*, May 2000, s. 13; <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (25.09.2011).

¹⁰ Por. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 109, z dalszymi odesłaniami.

¹¹ Definicja ta odpowiada klasycznej definicji manipulacji uformowanej w orzecznictwie amerykańskich (USA) sądów; zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 105; przywołują ją też J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)*, Berlin 2006, s. 12 oraz D. Ziouvas: *Das neue Recht gegen Kurs- und Marktmanipulation im 4. Finanzmarktförderungsgesetz*, ZGR 2003, nr 1, s. 130.

rynkowych, następuje przez odwołanie się do modelu przeciętnego lub rozsądnego (racjonalnego) inwestora¹². Sposób postrzegania danych sygnałów przez takiego wzorcowego inwestora przesądzałyby o ich znaczeniu i o tym, czy wprowadzają one w błąd.

1.2. KONCEPCJA SUBIEKTYWNA

Podejście subiektywne czyni koniecznym ustalenie cech zachowań, w których miałyby się przejawiać zamiar wywarcia manipulacyjnego wpływu na kształtowanie się ceny. Jest to konieczne, aby móc odróżnić manipulację od innych dozwolonych zachowań rynkowych, w szczególności od zawierania transakcji stanowiących spekulację. Tę ostatnią od manipulacji ma odróżniać to, że jedynie wykorzystuje ona pojawiające się na rynku krótkookresowe wahania cen w celu wypracowania zysku, podczas gdy manipulacja sama prowadzi do zmian w cenach, czyli po prostu je kształtuje¹³. W rzeczywistości jednak każda transakcja na rynku, w stopniu zależnym od jej wielkości, wpływa na cenę. Z tego względu za manipulacyjne można uznać tylko takie działania, których podstawowym celem jest właśnie ukształtowanie ceny handlowanych walorów na określonym poziomie. Inne transakcje, które wpływają na cenę tylko „przy okazji”, poprzez faktyczną zmianę podaży lub popytu, manipulacji oczywiście stanowić nie mogą.

Idąc tym tropem, za manipulacyjne uznać wypada transakcje, których sens wyczerpuje się w samym wywołaniu wpływu na cenę. Chodzi tu o takie transakcje, które bez wywierania tego wpływu byłyby z punktu widzenia zawierającego je nieracjonalne, a zatem pozbawione sensu. Z samej struktury zachowań manipulacyjnych powinno więc wynikać, że są one przede wszystkim nastawione na wywołanie określonych ruchów cen, gdyż bez nich nie byłyby w stanie przynieść działającemu żadnych istotnych ekonomicznych korzyści. Innymi słowy, gdyby rozważane działania nie wywierały istotnego wpływu na poziom ceny, ich sprawca nigdy by ich nie podjął¹⁴. Jeśli dane zachowanie rynkowe spełnia te warunki, to daje to mocne podstawy do wyciągnięcia wniosku, że demonstruje się w nich manipulacyjny zamiar jego „autora”. Miarodajnym czasowym punktem odniesienia dla dokonania oceny znaczenia określonego działania jest przy tym oczywiście moment, w którym ono zaistniało.

Niektórzy twierdzą, że w obliczu fiaska podejścia obiektywnego jedyną sensowną koncepcją definicji manipulacji jest właśnie koncepcja subiektywna¹⁵.

¹² Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 108.

¹³ J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 14–15.

¹⁴ Por. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 112–113, z dalszymi odesłaniami.

¹⁵ Zob. D.R. Fischel, D.J. Ross: *Should the Law Prohibit „Manipulation” in Financial Markets?*, *Harvard Law Review* 1991, Vol. 105, No. 2, s. 510.

1.3. KONCEPCJA MIESZANA

Elementy koncepcji obiektywnej i subiektywnej łączy w sobie definicja zaproponowana przez Emiliosa Avgouleasa, który określa manipulację jako: „Zachowanie polegające na dokonywaniu co najmniej jednej z poniższych czynności: wprowadzanie w błąd oraz inne fałszywe oświadczenia lub przemilczenia, sztuczne transakcje i schematy handlowania, które są wykonywane lub ustrukturyzowane w taki sposób, by skłonić uczestników rynku do prowadzenia handlu instrumentami finansowymi lub wykonywania praw z instrumentów finansowych. Przedmiotowe handlowanie lub wykonywanie praw z instrumentów finansowych musi iść w takim kierunku lub być wykonywane w taki sposób, aby doprowadzić do ustalenia się ceny tych instrumentów na sztucznym poziomie i/lub pozwalać sprawcom zachowania osiągać korzyści z przedmiotowych instrumentów finansowych lub instrumentów z nimi powiązanych; chodzi przy tym o zyski, które nie byłyby możliwe, gdyby do takiego zachowania nie doszło”¹⁶.

Elementy obiektywne przytoczonej definicji mają stanowić:

- określenie rodzajów działań, jak fałszywe twierdzenia (*misrepresentations*, *false statements*) i sztuczne transakcje (*artificial transactions*), które mogą składać się na potencjalną manipulację;
- kierunek reakcji pozostałych uczestników rynku na wyżej wymienione działania;
- uzyskanie przez osoby, które wpłynęły na kształtowanie się ceny, profitów z instrumentów finansowych, których osiągnięcie byłoby niemożliwe, gdyby do przedmiotowych działań nie doszło;
- struktura schematu działań rozważanego pod kątem jego manipulacyjnego charakteru.

Do elementów subiektywnych mają należeć: fakt nakłonienia pozostałych uczestników rynku do podjęcia określonych zachowań rynkowych w reakcji na potencjalnie manipulacyjne działania oraz zamiar dokonania manipulacji, który można domniemywać w przypadku zaistnienia wszystkich pozostałych wymienionych wyżej elementów składających się na definicję manipulacji¹⁷.

Przytoczona definicja nie rozwiązuje wprawdzie wyżej zasygnalizowanych problemów związanych z pojęciem sztucznej ceny, oferuje jednak syntetyczne ujęcie manipulacji pozwalające na wyrobienie sobie pewnego przybliżonego wyobra-

¹⁶ „Behaviour effected through any one, or a combination of any of the following: misrepresentations and other false statements or concealments, artificial transactions, and trading schemes, which are made or structured in such a way as to induce market participants to engage in the trading of financial investments or the exercise of rights in financial investments. Relevant trading must be in such a direction or the exercise of rights must be effected in such a way, as to either lead the price of these investments to an artificial level, and/or enable the perpetrators of the behaviour to materialize, from interest held in the specific or related investments, financial gains that would not be possible, in the absence of such behaviour” (E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 116).

¹⁷ *Ibidem*, s. 116–117.

zenia tego zjawiska. Dzięki temu może ona stanowić dobry punkt wyjścia dla dalszych rozważań. Trudno poza tym zrezygnować z elementów obiektywnych w definicji manipulacji, wzięwszy pod uwagę, że choćby poprzez używanie pojęć sztucznej i nienaturalnej ceny odwołują się do nich same przepisy prawa¹⁸.

Antycypując dalsze rozważania, należy jednak, w celu uniknięcia ewentualnych nieporozumień, poczynić w stosunku do przytoczonej definicji pewne zastrzeżenia. Wiązą się one z tym, że przepisy dyrektywy o nadużyciach oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie zawsze wymagają dla uznania określonych zachowań za manipulacyjne, aby faktycznie prowadziły one do zakłócenia przebiegu procesów rynkowych, których wynikiem jest cena określonych walorów. W wielu wypadkach wspomniane akty prawne uznają za manipulacyjne działania, które mają jedynie potencjał wpłynięcia na proces kształtowania się ceny. W tym zakresie ujmują one zatem manipulację szerzej niż przytoczona definicja. Widać to przede wszystkim w sformułowaniach użytych w art. 1 pkt 2 lit. a tiret pierwsze dyrektywy o nadużyciach — „prawdopodobnie dawałyby” oraz w lit. c tego samego przepisu — „mogłyby dawać”, a także w art. 39 ust. 2 pkt 1 u.o.i.f. — „mogących wprowadzić” oraz w pkt 4 tego samego przepisu — „mogą wprowadzać”.

Ponadto przytoczona definicja pomija możliwości dokonywania wpływu na kurs walorów bez konieczności oddziaływania na zachowania pozostałych uczestników rynku — przede wszystkim przez składanie, w celu wpłynięcia na kurs, odpowiednich zleceń kupna i sprzedaży jedynie przez podmioty zaangażowane w manipulację. Skłonienie pozostałych uczestników rynku do zawarcia określonych transakcji nie zawsze bowiem musi być koniecznym warunkiem zyskowności manipulacji. W pośredni sposób z samego faktu sztucznego zawyżenia ceny zyski może odnieść na przykład menadżer, który otrzyma premię tylko w wypadku osiągnięcia przez kurs akcji zarządzanej przez niego spółki określonego pułapu wartości.

Zaznaczyć też trzeba, iż ani dyrektywa o nadużyciach, ani ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie traktują wprost osiągnięcia zysków za konstytutywny element zachowań, które uznają w swych przepisach za manipulację. Oczywiście manipulantci podejmują swe działania w celu osiągnięcia nadzwyczajnych profitów. Z tego względu nieprzeciętne zyski z inwestycji zazwyczaj stanowiąc będą element pomocny przy identyfikacji manipulacji. Nie oznacza to jednak, że w niektórych wypadkach osobom, które zdołają doprowadzić w jakimś momencie do sztucznego wywindowania lub zbitcia ceny, może nie udać się samo osiągnięcie z tego zysków — na przykład gdy sztucznie wywindowany kurs akcji zacznie gwałtownie spadać, zanim manipulujący zdążą przystąpić do realizacji zysków. Ich działania nie przestają być jednak z tego powodu naganne.

¹⁸ Zob. art. 1 pkt 2 lit. a tiret drugie dyrektywy o nadużyciach oraz art. 39 ust. 2 pkt 2 u.o.i.f.

2. PODSTAWOWE MECHANIZMY MANIPULACJI

Modelowo cena na wolnym rynku jest wynikiem gry dwóch podstawowych czynników — popytu i podaży.

Doprowadzenie do ukształtowania się kursu instrumentów finansowych na poziomie nieodpowiadającym rynkowemu popytowi i podaży, które objawiają się w składanych zleceniach kupna i sprzedaży, wymagałoby bezpośredniej ingerencji w mechanizm ustalania cen danej platformy obrotu, na przykład giełdy. W praktyce w większości przypadków konieczne byłoby do tego włamanie się do jej systemu komputerowego, który w automatyczny sposób wyznacza kurs. Choć teoretycznie jest to możliwe, to w rzeczywistości dzięki stosowaniu złożonych systemów zabezpieczeń bardzo mało prawdopodobne i stosunkowo łatwe do wykrycia. Z tego względu manipulacje instrumentami finansowymi realizowane są poprzez wywieranie wpływu na rynkowe parametry popytu i podaży za pomocą odpowiednio dobranych środków¹⁹.

Najbardziej rozpowszechniona typologia manipulacyjnych zachowań rynkowych opiera się właśnie na kryterium rodzaju środków użytych do dokonania manipulacji. Na tej podstawie wyróżnia się trzy postacie manipulacji instrumentem finansowym: opartą na informacji (*information based, informationsgestützt*), opartą na handlu (*trade based, handelsgestützt*) oraz opartą na działaniu (*action based, handlungsgestützt*)²⁰. Manipulacja oparta na informacji polega na rozsiewaniu fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji odnoszących się, choćby tylko pośrednio, do instrumentów finansowych. Manipulacja oparta na handlu realizowana jest za pomocą składania zleceń oraz zawierania transakcji dotyczących instrumentów finansowych. Manipulacja oparta na działaniu dokonywana jest poprzez wpłynięcie na wartość wewnętrzną danego waloru — na przykład poprzez wyrządzenie szkody na majątku spółki w celu zmniejszenia wartości jej akcji. Za pomocą wszystkich tych środków można wywierać wpływ na kształtowanie się parametrów podaży i popytu, a tym samym na poziom cen. Poniżej, w sposób zgodny z powyższą typologią, zostaną przedstawione podstawowe mechanizmy dokonywania manipulacji.

¹⁹ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 12.

²⁰ Zob. np. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 17 i n.; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w:) *Kölner Kommentar zum WpHG*, Hrsg. H. Hirte, T.M. Möllers, Köln–Berlin–München 2007, s. 647–648; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, Hrsg. H.–D. Assmann, U.H. Schneider, Köln 2009, s. 824–826; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 130 i n.; M. Glicz: *Manipulacja instrumentem finansowym jako nadużycie na rynku kapitałowym*, Gdańskie Studia Prawnicze 2005, t. XIV, s. 933–935; R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000, s. 126 i n. — autor wyróżnia manipulację za pomocą papierów wartościowych i za pomocą informacji, co jednak odpowiada jakościowo podziałowi na manipulację za pomocą handlu i za pomocą informacji; bardziej rozbudowaną typologię tworzy E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 118 i n. Por. też A. Błachnio–Parzych (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. W. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, Warszawa 2012, art. 39, nb 2.

2.1. MANIPULACJA OPARTA NA INFORMACJI

Manipulacja oparta na informacji polega na wykorzystywaniu wpływu różnego typu fałszywych, nierzetelnych lub wprowadzających w błąd informacji na kształtowanie się kursów instrumentów finansowych.

Należy odgraniczyć ją od innej postaci nadużycia na rynku wyróżnianej w dyrektywie o nadużyciach, a mianowicie wykorzystywania informacji wewnętrznych (*insider trading*)²¹. Przez polskiego ustawodawcę zakazane ono zostało w art. 156 ust. 1 u.o.i.f. jako wykorzystywanie informacji poufnych²². Nie wdając się w szczegóły, można powiedzieć, że w swojej podstawowej postaci *insider trading* polega na wykorzystywaniu nieusprawiedliwionej przewagi informacyjnej nad innymi uczestnikami rynku poprzez zawieranie transakcji handlowych w oparciu o nieupublicznione, cenotwórcze informacje dotyczące określonych instrumentów finansowych lub ich emitentów (informacje poufne)²³. W ten sposób osoba wykorzystująca te informacje nadużywa swojej uprzywilejowanej pozycji. Sama jednak sytuacja, w której cena nie odzwierciedla wszystkich relewantnych informacji, nie jest, a przynajmniej nie musi być, przez nią spowodowana. Również transakcje przez tę osobę zawierane nie są nakierowane na wywoływanie jakiegoś szczególnego wpływu na cenę rynkową, który wykraczałby poza wpływ, jaki wywiera każda zwykła transakcja. Oparta na informacji manipulacja polega tymczasem na sprowokowaniu, poprzez rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd wiadomości lub pogłosek, ruchu cen walorów w określonym kierunku oraz wykorzystaniu tego na przykład przez zajęcie w stosownym czasie odpowiednich pozycji na rynku instrumentów finansowych²⁴. W rzeczywistości nadużycia w formie wykorzystywania informacji poufnej i manipulacji na rynku mogą być ze sobą związane i występuje między nimi wiele współzależności²⁵.

Przedmiotem manipulacyjnych informacji mogą być wszelkie zdarzenia i stany rzeczy, które inwestorzy biorą pod uwagę przy podejmowaniu swoich decyzji rynkowych. W grę wchodzi przede wszystkim informacje odnoszące się bezpośrednio do określonego instrumentu finansowego lub jego emitenta. Mogą one dotyczyć na przykład bilansów danego przedsiębiorstwa, jego tajemnic handlowych, planów nowych inwestycji, zamiaru fuzji z innymi przedsiębiorstwami czy też planów jego przejścia przez inne podmioty. W rachubę wchodzi jednak także in-

²¹ Zob. art. 2 w zw. z art. 1 ust. 1 dyrektywy o nadużyciach.

²² Pojęcie informacji poufnej zostało zdefiniowane w art. 154 u.o.i.f.

²³ Co do pojęcia informacji poufnej zob. szerzej N. Górecki: *Informacje poufne na rynku kapitałowym: podstawowe problemy regulacji prawnej oraz pojęcie informacji poufnej i insidera*, Czasopismo Całego Prawa Handlowego, Upadłościowego oraz Rynku Kapitałowego (HUK) 2007, nr 1, s. 69 i n.

²⁴ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 15–16; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w.): *Kölner Kommentar...*, *op. cit.*, s. 649.

²⁵ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 101.

formacje, które jedynie pośrednio odnoszą się do instrumentów finansowych lub ich emitentów, na przykład wiadomości dotyczące ogólnej sytuacji gospodarczej lub polityki^{26, 27}.

Jako środek do rozpowszechniania manipulacyjnych informacji mogą służyć wszelkie media, jak na przykład prasa, telewizja, radio i internet. W rachubę wchodzi także proste przekazywanie informacji „z ust do ust”. Im szersze jest grono inwestorów, do których dotrze fałszywa lub wprowadzająca w błąd informacja, tym większa jest szansa, że manipulacja się powiedzie. Wynika to z faktu, że im więcej inwestorów zostanie sprowokowanych przez manipulacyjną informację do złożenia określonego rodzaju zleceń, tym większe jest prawdopodobieństwo, że ich zagregowany wolumen będzie wystarczający, aby doprowadzić do ustalenia się kursu walorów na poziomie pożądanym przez manipulanta.

Specyficznym sposobem manipulacji za pomocą informacji jest tzw. scalping. Jest to schemat działania, który dotyczy udzielania rekomendacji lub zaleceń odnoszących się do określonego instrumentu finansowego przez osobę cieszącą się dobrą reputacją wśród inwestorów, na przykład jako znany analityk giełdowy czy też doradca finansowy. Opinie takiej osoby mogą wywierać znaczący wpływ na decyzje rynkowe dużej rzeszy inwestorów. Scalping ma miejsce wtedy, gdy tego typu osoba profituje z rozwoju kursu instrumentu finansowego, który wywołany zostaje poprzez upublicznienie przez nią określonej rekomendacji lub zalecenia. Osiągane zyski wynikają przy tym z zajmowania przez tę osobę odpowiedniej pozycji na rynku w stosunku do instrumentu finansowego, do którego odnoszą się jej rekomendacje lub zalecenia, lub instrumentu z nim powiązanego. Rekomendacje lub zalecenia nie muszą przy tym zawierać fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji. Decydujące jest nieujawnienie prywatnego interesu stojącego za udzielaniem zaleceń o określonej treści²⁸.

2.2. MANIPULACJA OPARTA NA HANDLU

Narzędziem dokonywania manipulacji opartych na handlu jest zawieranie na rynku transakcji lub składanie zleceń ułożonych w odpowiednio dobrane schematy. Kształtują one w bezpośredni sposób popyt lub podaż, a skutek tego również cenę

²⁶ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 18–19; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 131–132. Szerzej na temat rodzajów informacji mogących być przedmiotem manipulacji: A. Błachnio-Parzych: *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Warszawa 2011, s. 154–159.

²⁷ Przykładem manipulacji dokonanej za pomocą fałszywych informacji nieodnoszących się bezpośrednio do samych walorów jest sytuacja, jaka miała miejsce na giełdzie w Londynie w 1814 r. Manipulanci rozpuścili wtedy fałszywe wieści, jakoby wojna z Francją została wygrana, a Napoleon nie żyje. Skutkiem tego był znaczący wzrost kursów akcji, którzy oszuści wykorzystali, sprzedając swoje pakiety akcji z dużym zyskiem (przypadek przytoczony za: J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 1).

²⁸ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 21–22; J. Vogel (w): *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 824–825.

rynkową. Im mniejszy wolumen obrotu danym instrumentem finansowym, tym większy wpływ na ukształtowanie się jego ceny ma każda transakcja o określonej wielkości. Na ten sposób dokonywania manipulacji podatne są zatem przede wszystkim rynki o stosunkowo niewielkiej płynności²⁹.

Możliwość wywierania dokonywania manipulacji za pomocą transakcji i zleceń bywa jednak częściowo kwestionowana. W szczególności podważane jest istnienie bezpośredniej zależności między aktywnością handlową dotyczącą danego instrumentu finansowego a rozwojem jego ceny (tzw. *market impact*). Ma to wynikać z faktu, iż podaż i popyt na instrumenty finansowe są w dużym stopniu elastyczne, a co za tym idzie — zwiększenie lub zmniejszenie popytu lub podaży danego waloru nie prowadzi do istotnych zmian jego kursu. Ponadto inwestorzy mają na rynku dostęp do bardzo wielu instrumentów finansowych podobnych rodzajów, z których jeden może zastępować drugi (hipoteza substytucji — *substitution hypothesis*). Relewantny dla danego waloru rynek staje się w ten sposób o wiele szerszy niż sam rynek tegoż waloru i jest przez to o wiele mniej czuły na transakcje o określonej wielkości. W takich warunkach jedynie transakcje o ogromnym wolumenie mogłyby w istotny sposób wpłynąć na cenę określonego instrumentu finansowego³⁰.

Przeciwno hipotezie substytucji przemawia jednak wiele badań empirycznych. Przy dokładniejszym badaniu okazuje się, że wiele instrumentów finansowych posiada specyficzne, tylko im właściwe cechy, co powoduje, że nie da się znaleźć substytutów mogących je w pełni zastąpić. Z tego powodu w licznych wypadkach, przy sprzyjających okolicznościach, można o wiele łatwiej, niż wynikałoby to z hipotezy substytucji, przez składanie odpowiednich zleceń doprowadzić do stanu nierównowagi popytu i podaży na rynku danego instrumentu finansowego i wpłynąć tym samym na jego kurs³¹.

Znaczenie transakcji nie wyczerpuje się tylko w tym, że bezpośrednio kształtują one popyt lub podaż i poprzez to wpływają na cenę oraz wolumen obrotu. Kształtując te dwa ostatnie czynniki, wysyłają one na rynek także określone sygnały, które mogą wywierać wpływ na decyzje inwestycyjne pozostałych inwestorów. Mogą oni, dostrzegając podwyższone zainteresowanie danym walorem na rynku, sami włączyć się w handel nim, przez co wolumen obrotu dalej wzrasta, a to z kolei przyciąga kolejnych inwestorów, itd. („efekt kuli śnieżnej”)³². Związane jest to z tym, że transakcje handlowe na rynku mają pewien wymiar informacyjny, poprzez który mogą stymulować zachowania pozostałych uczestników rynku. Odpowiedzialne są za to dwa mechanizmy — dekodowania informacji z transakcji zawieranych przez

²⁹ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 24, z dalszymi odesłaniami.

³⁰ Zob. przede wszystkim D.R. Fischel, J. Ross: *Should the Law Prohibit „Manipulation”...*, *op. cit.*, s. 512–514; a także E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 134–135 oraz J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 73.

³¹ Por. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 135–136; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 73, z dalszymi odesłaniami.

³² Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 24, z dalszymi odesłaniami.

innych uczestników rynku oraz dekodowania informacji z wolumenu obrotu, a także poziomu cen.

Dekodowanie informacji z transakcji polega, ogólnie rzecz biorąc, na tym, że inwestorzy, którzy sami nie posiadają dostępu do trudno osiągalnych i istotnych dla oceny wartości danych walorów informacji, jak informacje wewnętrzne lub złożone analizy gospodarcze, obserwują ruchy innych uczestników rynku, którzy prawdopodobnie są w ich posiadaniu. Drobnymi inwestorzy mogą przyglądać się w ten sposób transakcjom zawierającym na przykład przez dużych profesjonalnych inwestorów, którzy na bieżąco gromadzą i analizują informacje gospodarcze. Następnie naśladują oni posunięcia profesjonalistów, licząc, że ci ostatni właściwie oszacowali wartość walorów i zdołali trafnie przewidzieć przyszłe tendencje rynkowe. W ten sposób chcą oni osiągnąć zyski, nie zbierając na własną rękę informacji, których pozyskanie jest na tyle kosztowne, że dla wielu wręcz niemożliwe. Mechanizm ten może działać oczywiście tylko wtedy, gdy niepoinformowani inwestorzy potrafią zidentyfikować tych posiadających informacje oraz przypisać im określone transakcje. Nie zawsze jest to jednak możliwe³³.

Bezpośredniej identyfikacji poinformowanych inwestorów nie wymaga za to mechanizm dekodowania informacji z wolumenu obrotu oraz wysokości cen. Niepoinformowani gracze obserwują te wskaźniki i próbują wywnioskować z nich pewne informacje, które mogą być dla nich podstawą do podjęcia decyzji inwestycyjnych. Zakładają oni przy tym, że znaczniejsze wahnięcia kursu powodowane są zazwyczaj przez transakcje zawierane przez dobrze poinformowanych graczy, jak na przykład osoby posiadające dostęp do informacji wewnętrznych czy profesjonalni inwestorzy. Dlaczego bowiem ktoś miałby przeprowadzać dużych rozmiarów transakcje, nie posiadając pewnych i istotnych dla wartości walorów informacji? Oprócz samego rejestrowania zdarzeń świadczących o tym, że pojawiły się na rynku nowe istotne dla ceny walorów informacje, mogą oni nawet próbować wywnioskować z przebiegu kształtowania się kursu i wolumenu obrotu, jaka jest ich prawdopodobna treść³⁴.

Funkcjonowanie opisanych powyżej mechanizmów wykorzystywane jest przy manipulacjach opartych na handlu. Niepoinformowani uczestnicy rynku, starając się zdekodować informacje zawarte w cenie i wolumenie obrotu, mogą bowiem uznać, że manipulacyjne transakcje są przeprowadzane przez poinformowanego inwestora i przyłączyć się do handlu w sugerowany przez nie sposób. Tym samym transakcje manipulacyjne, wysyłając na rynek określone sygnały, wpływają na decyzje uczestników rynku, podobnie jak czynią to fałszywe lub wprowadzające w błąd informacje³⁵.

³³ Zob. R.J. Gilson, R.H. Kraakman: *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review 1984, Vol. 70, No. 4, s. 573–575; E. Avgouleas: *The Mechanis...*, *op. cit.*, s. 55–56.

³⁴ Zob. R.J. Gilson, R.H. Kraakman: *The Mechanisms of Market Efficiency*, *op. cit.*, s. 575–577; E. Avgouleas: *The Mechanis...*, *op. cit.*, s. 55–56.

³⁵ Zob. R.J. Gilson, R.H. Kraakman: *The Mechanisms of Market Efficiency*, *op. cit.*, s. 576, przyp. 83; E. Avgouleas: *The Mechanis...*, *op. cit.*, s. 56. Co do wpływu transakcji na ceny instrumentów finansowych i informacyjnego wymiaru transakcji por. też A. Błachnio-Parzych: *Kryminalizacja manipulacji...*, *op. cit.*, s. 107–118.

2.2.1. TRANSAKCJE FIKCYJNE

Część manipulacji opartych na handlu polega na zawieraniu transakcji określanych w literaturze mianem fikcyjnych. „Fikcyjność” tych transakcji polega na tym, że choć są one na rynku faktycznie przeprowadzane, to nie mają one dla osób, które je przeprowadzają, rzeczywistego gospodarczego znaczenia. Wynika to z faktu, że prowadzone są one w taki sposób, aby nie doprowadzić, przynajmniej w ostatecznym rozrachunku, do realnej zmiany ekonomicznie pojmowanego właściciela walorów³⁶. Ich celem jest zazwyczaj wpłynięcie na kurs danego instrumentu finansowego przez składanie odpowiednio dopasowanych limitem ceny przeciwstawnych zleceń, względnie sfabrykowanie w ten sam sposób podwyższonego wolumenu obrotu i poziomu płynności. Do podstawowych schematów działania należą tutaj tzw. *wash sales*, *matched orders* i *circular trades*³⁷.

Wash sales (czysty handel) jest schematem transakcji, w którym zarówno sprzedający, jak i kupujący są z gospodarczego punktu widzenia tą samą osobą. Manipulant składa równocześnie odpowiadające sobie co do wolumenu i ceny przeciwstawne zlecenia — kupna i sprzedaży. W systemie handlowym danej platformy obrotu, na przykład giełdy, zlecenia te zostaną ze sobą skojarzone i dochodzi do zawarcia transakcji, która wpływa zarówno na wysokość kursu, jak i na wolumen obrotu. Operację taką można powtarzać wielokrotnie, za każdym razem podnosząc lub obniżając cenę w zleceniach, i tym samym podbijać lub zbijać kurs. Dla zatuszowania ekonomicznie pozornego charakteru tych transakcji manipulant może działać pod przykrywką przedsiębiorstw powiązanych oraz figurantów, a także posługiwać się różnymi rachunkami maklerskimi i adresami³⁸.

Matched orders (zlecenia dopasowane) są praktyką podobną do *wash sales*, z tą różnicą, że w jej wyniku dochodzi do zmiany gospodarczego właściciela walorów. Składający zlecenia kupna i sprzedaży są różnymi osobami, umawiają się jednak co do sposobu handlu i składają dopasowane przeciwstawne zlecenia. Pakiety instrumentów finansowych są w ten sposób jedynie „przesuwane tam i z powrotem”, od jednej do drugiej osoby, tak że ich końcowy stan posiadania jest równy początkowemu³⁹. Dla ukrycia procederu wymiana większych pakietów rozbijana jest zazwyczaj na wiele mniejszych transakcji.

³⁶ Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 25.

³⁷ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 25–26; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825; D. Ziouvas, *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 132.

³⁸ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 129; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 25–26; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 132; podobnie z niewielkimi różnicami: R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, *op. cit.*, s. 127–128 oraz M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2003, s. 1009 i A. Błachnio–Parzych: *Kryminalizacja manipulacji...*, *op. cit.*, s. 132.

³⁹ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 129; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation*, *op. cit.*, s. 27; J. Vogel: *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 133.

Circular trades (określny handel) to bardziej złożona wersja *matched orders*. W tym wypadku umówione dopasowane zlecenia składa większa liczba osób, działając w łańcuchu. Pakiet instrumentów finansowych „przesuwany” jest od jednej do drugiej, przy czym na początku i zarazem końcu łańcucha stoi ta sama osoba⁴⁰.

Przy wszystkich opisanych technikach najprostszą metodą osiągnięcia z nich zysków jest kupno danych walorów, w przypadku uprzedniego sztucznego zniżenia ich kursu, lub też ich sprzedaż, po uprzednim doprowadzeniu do sztucznego zawyżenia ich ceny. Przez manipulację za pomocą wymienionych praktyk można zarabiać jednak także w bardziej złożony sposób, na przykład poprzez zajęcie odpowiednich pozycji na rynku instrumentów pochodnych, dla których instrumentem bazowym jest manipulowany walor.

2.2.2. TRANSAKCJE RZECZYWISTE

Posługując się odpowiednimi schematami działania, można w manipulacyjny sposób wpływać na kurs instrumentów finansowych także za pomocą dokonywania rzeczywistych transakcji na rynku, czyli takich, poprzez które dochodzi do faktycznej zmiany gospodarczego właściciela danego pakietu instrumentów finansowych.

Możliwość osiągnięcia profitów przy użyciu tego rodzaju działań nie jest jednak oczywista. Wysuwane są nawet twierdzenia, że tego typu manipulacje nie występują, gdyż skutek braku możliwości osiągnięcia za ich pomocą zysku „same od siebie odstrasza” (*self-deterrence*). Osoba próbująca dokonać manipulacji za pomocą rzeczywistych transakcji musiałaby najpierw taniej kupić pakiet danych instrumentów finansowych, skupując je, podbić ich cenę, a następnie drożej sprzedać. Problem w tym, że transakcje sprzedaży zadziałałyby na kurs w przeciwnym kierunku do uprzednio przeprowadzonych transakcji kupna (czyli zbiłyby cenę waloru), przez co osiągnięcie zysku byłoby wykluczone⁴¹. Nie zawsze jednak musi tak być — niekiedy cena może pozostawać stabilna w czasie, gdy dokonujący manipulacji odsprzedaje instrumenty finansowe. Będzie tak na przykład w sytuacji, gdy pozostali inwestorzy uwierzą, że pierwotne zlecenia kupna, pochodzące w rzeczywistości od manipulującego, zostały złożone przez osobę działającą na podstawie informacji wewnętrznych — niedostępnych pozostałym uczestnikom rynku (czyli przez *insidera*) i oczekują, że informacja ta po upublicznieniu spowoduje dalszy wzrost kursu⁴².

⁴⁰ Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 28; J. Vogel (w): *Wertpapierhandelsgesetz...*, *op. cit.*, s. 825; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 133.

⁴¹ Por. D.R. Fischel, D.J. Ross: *Should the Law Prohibit „Manipulation”...*, *op. cit.*, s. 518; F. Allen, D. Gale: *Stock Price Manipulation*, *Review of Financial Studies* 1992, Vol. 5, No. 3, s. 506; E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 136.

⁴² Możliwości osiągnięcia zysków dzięki asymetrycznemu rozkładowi informacji między dokonującymi manipulacji opartej na transakcjach rzeczywistych a pozostałymi uczestnikami rynku dowodzą: F. Allen, D. Gale: *Stock Price Manipulation*, *op. cit.*, s. 503–529.

Ponadto cena walorów podczas fazy ich odprzedaży przez manipulanta nie będzie spadać, w sytuacji gdy zyskał on kontrolę nad ich podażą (przez wykup większości walorów danego rodzaju dostępnych na rynku), a inni muszą dane walory nabyć w celu wykonania swoich zobowiązań, których są one przedmiotem. Zobowiązania te wynikać mogą na przykład z opcji sprzedaży lub kontraktów terminowych. Należy także zauważyć, że z wywołanej przez manipulację zmiany ceny można profi-tować również pośrednio na przykład poprzez dokonywanie odpowiednich transakcji na derywatach, dla których instrumentem bazowym jest manipulowany walor⁴³. Z przytoczonych przykładów wynika zatem jasno, że z manipulacji dokonywanych za pomocą transakcji rzeczywistych da się w wielu sytuacjach osiągać zyski, a więc nie zawsze „same od siebie odstraszą”.

Poniżej przedstawione zostaną podstawowe schematy działania, które mogą służyć do manipulacji za pomocą zawierania transakcji rzeczywistych.

Szczególnie przydatne do dokonywania manipulacji mogą być transakcje krótkiej sprzedaży (*short sale*). Polegają one na zobowiązaniu się do zbycia papierów wartościowych, w momencie kiedy się ich (jeszcze) nie posiada⁴⁴. Jest to możliwe z tego względu, że rozrachunek transakcji ma miejsce w terminie późniejszym niż dzień ich zawarcia. Aby wywiązać się z obowiązku dostarczenia walorów w dniu rozrachunku, należy je wcześniej pozyskać przez ich pożyczanie lub zakup. Zawieranie transakcji krótkiej sprzedaży o wielkim wolumenie, możliwe dzięki braku ograniczenia własnym stanem posiadania danych instrumentów finansowych, prowadzi do obniżenia ceny sprzedawanych walorów. Może ono również poprzez swoją zawartość informacyjną wywołać na rynku efekt panicznej wyprzedaży danych instrumentów finansowych. Umożliwia to ich pozyskanie, w celu pokrycia zobowiązania wynikającego z transakcji krótkiej sprzedaży, po niższej cenie i tym samym osiągnięcie zysku⁴⁵.

Odmienną strategią manipulacji jest tzw. *cornering*. Polega on na tym, że przez wykupienie określonych papierów wartościowych uzyskuje się kontrolę nad ich podażą, w sytuacji gdy wie się o zawarciu licznych transakcji krótkiej sprzedaży tego papieru (można jednocześnie także samemu być ich stroną zajmującą pozycję długą). Dzięki temu osoba kontrolująca podaż będzie mogła zażądać zawyżonej ceny od inwestorów, którzy potrzebują nabyć określone papiery w celu wywiązania się z zawartych przez nich transakcji krótkiej sprzedaży⁴⁶. Klasycznym przykładem

⁴³ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanis...*, *op. cit.*, s. 136–137; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 73–74, z dalszymi odesłaniami.

⁴⁴ Por. art. 3 pkt 47 u.o.i.f. zawierający definicję legalną krótkiej sprzedaży.

⁴⁵ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanis...*, *op. cit.*, s. 142–143; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 31–32; D. Ziouvas, *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 135; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w:) *Kölner Kommentar...*, *op. cit.*, s. 647–648.

⁴⁶ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 150–151; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 32; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 134; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825; S. Mock, A. Stoll, T. Eufinger (w:) *Kölner Kommentar...*, *op. cit.*, s. 648.

tego typu manipulacji jest historia tzw. First Harlem Railway Corner. Cornelius Vanderbilt zakupił w 1863 r. udziały w Harlem Railway po kursie 8–9 dolarów. Następnie zaplanował on budowę przez tę spółkę linii kolejowej w Nowym Yorku wzdłuż Broadwayu i otrzymał na nią pozwolenie rady miasta. Dzięki temu kurs akcji wzrósł do 75 dolarów. Członkowie rady miasta postanowili jednak sami nieco zarobić. Dokonali oni transakcji krótkiej sprzedaży akcji Harlem Railway i zaraz po tym cofnęli koncesję na budowę linii, aby zbić ich kurs. Dowiedział się o tym jednak Vanderbilt i szybko wykupił dostępne na rynku akcje spółki. Gdy członkowie rady miasta chcieli pozyskać akcje w celu wywiązania się z transakcji krótkiej sprzedaży, dostrzegli, że nie są one dostępne na rynku. Wobec 110 000 faktycznie istniejących akcji sprzedano krótko aż 137 000. Aby wywiązać się ze swoich zobowiązań, członkowie rady musieli zgodzić się na transakcje z Vanderbiltem po 179 dolarów za akcję. Zarobił on w ten sposób około 4 milionów dolarów⁴⁷.

Podobne mechanizmy wykorzystuje squeezing. Strategia ta polega na zawarciu kontraktów kupna na rynku terminowym w tak dużym wolumenie, aby w momencie ich realizacji zajmujący przeciwstawne pozycje inwestorzy nie mogli pozyskać na rynku kasowym dostatecznej ilości walorów, potrzebnej do wywiązania się z zobowiązania do ich dostarczenia w wyznaczonym terminie. W takiej sytuacji będą oni musieli zgodzić się na zawyżoną cenę rozliczenia podyktowaną przez manipulanta⁴⁸. Jak widać, zarówno cornering, jak i squeezing są manipulacyjnymi schematami działań opierającymi się na nadużyciu dominującej pozycji rynkowej.

Efekt podbicia ceny określonych instrumentów finansowych daje się uzyskać również poprzez ograniczenie w sztuczny sposób ich podaży na rynku, na przykład poprzez zawarcie nieformalnej umowy między posiadaczami dużych pakietów akcji, iż nie będą oni ich wypuszczać w określonym czasie na rynek. W tym celu można także wykupić znaczną część znajdujących się w obrocie walorów i „zamrozić” ją. Dodatkowo, w celu zatuszowania procederu można posługiwać się podstawowymi osobami (praktyka zwana warehousing) lub przechowywać czasowo walory na cudzych rachunkach (praktyka zwana parking)⁴⁹.

W przypadku transakcji rzeczywistych wielce problematyczna jest kwestia odgraniczenia transakcji manipulacyjnych od zwykłych transakcji rynkowych. Nie wydaje się rozsądne dokonanie rozróżnienia wyłącznie w oparciu o obiektywne kryterium, jak schemat zawierania transakcji. Mogłoby w ten sposób dojść do uznania za manipulacyjne zachowań, które w pewnych sytuacjach mogą być pożądane i korzystne dla rozwoju rynku. Nie da się wszakże z góry przewidzieć wszystkich

⁴⁷ Przypadek przytoczony za: J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 33.

⁴⁸ Zob. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 152; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 33; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 134.

⁴⁹ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 34–35; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825; R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, *op. cit.*, s. 131; M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, *op. cit.*, s. 1007.

możliwych na rynku konstelacji zdarzeń i układów interesów. Z tego względu konieczne wydaje się stosowanie kryterium subiektywnego, którym jest zamiar dokonania manipulacji leżący u podstaw zawieranych transakcji⁵⁰. Niesie to za sobą dodatkowe problemy dowodowe, które z prawniczego punktu widzenia nie są jednak jakimś szczególnym wyjątkiem.

2.3. MANIPULACJA OPARTA NA DZIAŁANIU

W przypadku manipulacji opartej na działaniu, efekt w postaci zmiany cen akcji określonej spółki osiąga się poprzez wpłynięcie na jej wartość wewnętrzną. Modelowo bowiem kurs akcji powinien odzwierciedlać właśnie wartość wewnętrzną spółki. Na wartość tę składa się bardzo wiele różnorodnych czynników, jak majątek spółki, jej reputacja, zawarte kontrakty, *goodwill* itp. Wpływać na nie można na różne sposoby — od zniszczenia przedmiotów o znacznej wartości, po rozpowszechnianie pogłosek mających na celu zepsuć dobrą reputację określonej spółki⁵¹.

Jako przykład manipulacji opartej na działaniu można podać przypadek American Stell and Wire Company. Menadżerowie tej spółki, po zawarciu transakcji krótkiej sprzedaży jej akcji, zamknęli należące do niej zakłady, wskutek czego kurs akcji gwałtownie spadł. Następnie kupili oni po zaniżonej cenie akcje potrzebne do pokrycia zobowiązań wynikających z krótkiej sprzedaży. Zaraz po tym otworzyli na powrót zakłady. Poskutkowało to szybkim powrotem ceny akcji do pierwotnego poziomu⁵². Innym kuriozalnym przypadkiem jest historia, która wydarzyła się w Stanach Zjednoczonych. Pracownik jednej z instytucji finansowych zatrął partię produktów jednego z koncernów farmaceutycznych. Spadek kursów akcji tego koncernu, który po upublicznieniu tego faktu nastąpił, wykorzystał z dużym zyskiem dzięki nabytym wcześniej opcjom sprzedaży akcji⁵³.

Aby manipulacja oparta na działaniu odniosła powodzenie, o skutku działania muszą dowiedzieć się inwestorzy, ponieważ to właśnie ich reakcja na zmienioną wartość spółki ma doprowadzić do zmiany kursu jej akcji. Z tego względu niejednokrotnie trudno jest odróżnić tego typu manipulację od manipulacji opartej na informacji. Wiele fałszywych negatywnych informacji rozsiewanych w ramach tej ostatniej może bowiem wpłynąć na wartość wewnętrzną spółki, na przykład poprzez zaszkodzenie jej zdolności kredytowej. W związku z tym przyjmuje się, że manipulacje oparte na działaniu w pierwszym rzędzie mają być wycelowane w wartość

⁵⁰ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, op. cit., s. 28–30.

⁵¹ *Ibidem*, s. 38.

⁵² Przypadek przytoczony za: J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, op. cit., s. 38.

⁵³ Przypadek przytoczony za: J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, op. cit., s. 826.

wewnętrzną spółki i w przeciwieństwie do manipulacji opartych na informacji nie wyczerpują się w samym akcie rozpowszechniania informacji⁵⁴.

Zaznaczyć należy, że manipulacje oparte na działaniu nie zostały ani w dyrektywie o nadużyciach, ani w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi wprost objęte zakresem definicji manipulacji instrumentem finansowym. Tego typu działania będą jednak zazwyczaj nielegalne z punktu widzenia innych przepisów odnoszących się na przykład do kwestii uszkodzenia cudzego mienia.

2.4. INNE MANIPULACYJNE SCHEMATY DZIAŁAŃ

W literaturze przedmiotu wyróżnia się jeszcze wiele innych schematów manipulacji, które nie dadzą się przyporządkować jednoznacznie do żadnej z powyżej opisanych kategorii, gdyż można w ich ramach wykorzystywać różne sposoby wpływania na kurs. Niektórzy zaliczają je jednak do manipulacji opartych na informacji lub na handlu, w zależności od tego, jakimi narzędziami przy danym schemacie manipulanci się najczęściej posługują. Poniżej przedstawionych zostanie kilka najpopularniejszych tego typu schematów.

Jako *painting the tape* określa się składanie zleceń, które mają na celu stworzenie wrażenia podwyższonego zainteresowania danym walorem, co ma skłonić innych do przyłączenia się do handlu nim. Nazwa pochodzi od tego, że zlecenia upubliczniane są na niektórych platformach obrotu w arkuszu zleceń, z którego inwestorzy czerpią informacje o wpływających zleceniach dotyczących danych instrumentów finansowych⁵⁵. Z jednej strony praktyka ta polega na składaniu zleceń, z drugiej jednak wykorzystuje ich informacyjny wymiar⁵⁶.

Marking the close jest praktyką polegającą na przeprowadzaniu manipulacji na koniec notowań w celu wywołania wpływu na kurs zamknięcia. Kurs ten jest szczególnie istotny, ponieważ jest zazwyczaj punktem odniesienia do obliczania wielu wskaźników, jak na przykład wartość jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Może także mieć znaczenie dla transakcji zawieranych na rynku instrumentów pochodnych, w momencie kiedy będzie podstawą do ich rozliczenia. Ponadto inwestorzy często opierają na nim swoje decyzje⁵⁷.

Określeń *stop loss order fishing* i *stop buy order fishing* używa się na określenie praktyk, których celem jest podbicie lub obniżenie ceny (obojętnie za pomocą

⁵⁴ Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 39.

⁵⁵ *Ibidem*, s. 39.

⁵⁶ Z tego względu można ją różnie klasyfikować — zob. D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 133 — zalicza *painting the tape* do manipulacji opartej na handlu; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 824 — zalicza *painting the tape* do manipulacji opartej na informacji.

⁵⁷ Por. E. Avgouleas: *The Mechanics...*, *op. cit.*, s. 137; J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 40; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 135; J. Vogel (w:) *Wertpapierhandelsgesetz*, *op. cit.*, s. 825–826. Szerzej o *marking the close*: A. Błachnio–Parzych: *Kryminalizacja manipulacji...*, *op. cit.*, s. 119–121.

jakich środków) do takiego poziomu, aby „złović” złożone przez innych inwestorów specjalne warunkowe zlecenia kupna lub sprzedaży, które realizowane są automatycznie, gdy kurs osiągnie określony poziom. Zbicie ceny do poziomu, przy którym uruchomione zostają znaczące ilości zleceń typu *stop loss*, prowadzi do nagłego zwiększenia podaży danych walorów, a zatem spadku ich ceny. Odwrotny mechanizm ma miejsce w przypadku „złowienia” zleceń typu *stop buy*⁵⁸.

Pump and dump to określenie wzorca działania, który polega na wywindowaniu ceny waloru do góry (*pump*) za pomocą rzeczywistych lub fikcyjnych transakcji, a następnie jego wyprzedazy (*dump*) w celu realizacji zysku⁵⁹.

Jako *pool* (tzw. spółdzielnia) określa się grupę inwestorów działających w porozumieniu w celu zmanipulowania kursu. Nie ma przy tym znaczenia, za pomocą jakich technik manipulacja ma być dokonana⁶⁰.

2.5. PODSUMOWANIE DOTYCHCZASOWYCH ROZWAŻAŃ

Powyżej szkiecowo zaprezentowane zostały podstawowe mechanizmy i wzorce działań, jakie wykorzystywane są do manipulacji instrumentami finansowymi. Należy jednak zaznaczyć, że z prawniczego punktu widzenia posłużenie się którąś z przedstawionych praktyk nie przesądza jeszcze samo w sobie o zakwalifikowaniu danego czynu jako manipulacji. Zastosowanie przez kogoś któregoś z wyżej opisanych schematów stanowi w prawniczym rozumieniu poszlakę, z której w określonym kontekście można wnioskować o manipulacyjnym celu czyjś działania. Ponieważ dla prawnika zazwyczaj konieczne jest udowodnienie zamiaru dokonania manipulacji, musi on spoglądać na transakcje i inne zachowania rynkowe, jak najszerzej badając, jaki był ich właściwy cel. Szczególnie istotne jest przy tym ustalenie, komu i w jaki sposób przyniosły one zysk.

Ze spowodowanych przez siebie wahań kursów manipulant może profitować na bardzo wiele różnych sposobów. Oprócz najprostszej możliwości podbicia ceny posiadanych walorów i następnie ich sprzedaży po zawyżonej cenie, istnieje także wiele innych, często bardzo złożonych strategii. Przy manipulacyjnym zastosowaniu transakcji krótkiej sprzedaży zysk osiąga się z zaniżenia kursu. Najszersze możliwości profitowania z wywarcia wpływu na cenę walorów zapewniają jednak instrumenty pochodne. Dzięki mechanizmowi dźwigni finansowej, którym się one posługują, manipulant może osiągać znaczące zyski nawet ze stosunkowo niewielkich

⁵⁸ Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 40–41.

⁵⁹ Por. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 41; D. Ziouvas: *Das neue Recht...*, *op. cit.*, s. 130.

⁶⁰ Zob. J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 41–42; por. także R. Kuciński: *Przestępstwa giełdowe*, *op. cit.*, s. 129 oraz M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, *op. cit.*, s. 1008, autorzy ci wiążą jednak *pool* z określonymi technikami manipulacji.

wahań kursów, zarówno w górę, jak i w dół. Ponadto w pośredni sposób zyski z manipulacji mogą odnosić osoby, dla których kurs danych walorów ma z jakichś względów istotne ekonomiczne znaczenie – na przykład od osiągnięcia przez akcje spółki określonego poziomu cen na giełdzie może zależeć wypłata specjalnych premii dla jej menadżerów⁶¹.

KAMIL KORN

THE NOTION OF MANIPULATION IN A FINANCIAL INSTRUMENT
— PART I

S u m m a r y

The main aim of this paper is to interpret the Article 39(2) of the Polish Act on Trading in Financial Instruments that provides for a definition of market manipulation in financial instruments. The first part thereof addresses market manipulation as an economic phenomenon that is regulated by law. It discusses general problems in defining market manipulation. Three concepts of the definition are presented: objective, subjective and mixed concept. The first one uses the term of artificial price, the second one focuses on the intent of perpetrators. The mixed conception connects the objective and subjective elements. It is shown that an useful definition of market manipulation, based only on the term of artificial price, is not plausible, because there are no reliable, objective methods allowing for determination of the correct price as compared to the artificial price. Subjective definition seems to be more useful, although it may be difficult to prove the intent to manipulate the market. The article focuses on the mixed definition, because the legal acts prohibiting the market manipulation contain both objective and subjective elements. In addition, the paper explains basic mechanisms of the market manipulation. Some elementary schemes of trade-based, information-based and action-based market manipulation are presented as well.

⁶¹ Obszerny przegląd różnych sposobów osiągania zysków z manipulacji przedstawia J. Eichelberger: *Das Verbot der Marktmanipulation...*, *op. cit.*, s. 43–50.