



Attention - Manipulation!

Grzegorz Włodarczyk

Starszy ekspert ds. compliance

Manipulacja instrumentem finansowym należy do najpowszechniejszych i równocześnie najgroźniejszych, obok wykorzystywania informacji poufnych, przestępstw, zarówno na polskim jak i na europejskim, czy wręcz światowym rynku kapitałowym. Na zakres przestępstwa zwanego w przepisach zbiorczo '*manipulacją instrumentem finansowym*' składa się szereg konkretnych zachowań, które oczywiście muszą być analizowane łącznie, często przez pryzmat 'celu'. W art. 39 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi znajduje się zamknięty i wyczerpujący katalog różnorodnych zachowań uznawanych przez ustawodawcę za manipulację instrumentem finansowym natomiast uzupełnieniem jest dyspozycja art. 41 ustawy zawierająca wytyczne oceny podejrzanych zachowań na rynku kapitałowym.

Zgodnie z powołanym artykułem manipulacją jest:

1. składanie zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego, chyba że powody tych działań były uprawnione, a złożone zlecenia lub zawarte transakcje nie naruszyły przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym;
2. składanie zleceń lub zawieranie transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych, chyba że powody tych działań były uprawnione, a złożone zlecenia lub zawarte transakcje nie naruszyły przyjętych praktyk rynkowych na danym rynku regulowanym;
3. składanie zleceń lub zawieranie transakcji, z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna;
4. rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu, w tym internetu, lub w inny sposób fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych:

- a) przez dziennikarza - jeżeli nie działał z zachowaniem należytej staranności zawodowej albo jeżeli uzyskał z rozpowszechniania takich informacji bezpośrednią lub pośrednią korzyść majątkową lub osobistą dla siebie lub innej osoby, nawet działając z zachowaniem tej staranności,
 - b) przez inną osobę - jeżeli wiedziała lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe lub wprowadzające w błąd;
5. składanie zleceń lub zawieranie transakcji przy jednoczesnym wprowadzeniu uczestników rynku w błąd albo wykorzystanie ich błędu, co do ceny instrumentów finansowych;
 6. zapewnianie kontroli nad popytem lub podażą instrumentu finansowego z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób powodujący bezpośrednie lub pośrednie ustalanie cen nabycia lub zbycia instrumentów finansowych;
 7. nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań powodujące wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań;
 8. uzyskiwanie korzyści majątkowej z wpływu opinii dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów wyrażanych w środkach masowego przekazu w sposób okazjonalny lub regularny, na cenę posiadanych instrumentów finansowych, jeśli nie został publicznie ujawniony w sposób pełny i rzetelny występujący konflikt interesu.

Według doktryny (CESR-ESMA) możemy wyróżnić jeszcze więcej zachowań stanowiących de facto manipulację, a są to w szczególności (za *'Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym – zagadnienia wybrane'* Ilona Pieczyńska – Czerny, Piotr K. Grabowski – KPWiG, Warszawa 2006 r.):

1. **Pump and dumb** – polega na rozpowszechnianiu pozytywnych informacji na temat danego instrumentu finansowego, bądź zawieranie transakcji kupna w celu podwyższenia jego ceny, a następnie dokonanie sprzedaży posiadanego pakietu po zawyżonej cenie innym inwestorom, wprowadzonym w błąd wspomnianymi informacjami lub sztucznie wywołaną zmianą ceny instrumentu finansowego.

2. **Trash and cash** – (praktyka o odwrotnym mechanizmie) – polegające na zawieraniu transakcji sprzedaży lub upowszechnianiu nieprawdziwych negatywnych informacji, w celu zaniżenia ceny waloru, który manipulujący zamierza nabyć.
3. **Scalping** – rozpowszechnianie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji za pośrednictwem mediów w celu wpłynięcia na cenę instrumentu finansowego w kierunku korzystnym dla przeprowadzenia planowanych transakcji lub zamknięcia zajętej pozycji przez osobę rozpowszechniającą.
4. **Concealing ownership** – transakcje przeprowadzane w celu ukrycia stanu posiadania określonych instrumentów finansowych.
5. Otwarcie pozycji i zamknięcie jej natychmiast po wypełnieniu stosownego obowiązku informacyjnego – odczytywane jako sygnał co do przyszłego kształtowania się ceny instrumentu finansowego.
6. **Was sales** – przeprowadzenie szeregu transakcji kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego przy czym nie następuje zmiana w zakresie ryzyka lub w zakresie stanu posiadania określonego inwestora, lub jeśli mamy do czynienia z działaniem w porozumieniu występowanie takich zmian należy oceniać przez pryzmat grupy inwestorów.
7. **Painting the tape** – przeprowadzenie szeregu transakcji o których informacja dostępna jest publicznie w celu wywarcia wrażenia zwiększonego zainteresowania określonym instrumentem finansowym lub zmian cenowych.
8. **Improper matched orders** – transakcje przeprowadzane w wyniku zleceń kupna i sprzedaży składanych w tym samym czasie, z tym samym limitem cenowym, tym samym wolumenem, przez różne ale działające w porozumieniu osoby.
9. **Placing orders with no intention of executed them** – wprowadzanie zleceń do system transakcyjnego z cenami odbiegającymi od najlepszych ofert kupna i sprzedaży bez zamiaru zawarcia transakcji - co do zasady zlecenia są wycofywane z rynku.
10. **Marking the close** – kupowanie lub sprzedawanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań w celu zmiany instrumentu finansowego.
11. **Colluding in the after market of an Initial Public Order** – nabywanie akcji bezpośrednio po debiucie giełdowym przez podmioty, które nabyły akcje w ofercie pierwotnej w celu podwyższenia ceny oraz przyciągnięcia zainteresowania innych inwestorów.

12. **Abusive squeeze** – wykorzystywanie posiadania dominującego udziału w podaży lub popycie na dany instrument finansowy, bądź na mechanizm dostarczenia instrumentów finansowych i/lub instrumentu bazowego w celu wpływu na cenę po której inni uczestnicy rynku muszą dostarczyć, przyjąć lub odłożyć dostawę instrumentu finansowego.
13. **Creation of a floor in the price pat tern** – przeprowadzanie transakcji lub składanie zleceń (najczęściej przez emitenta lub podmiot dominujący) w taki sposób, aby zapobiec spadkowi cen akcji, który rodziłby określone negatywne konsekwencje (dla spółki lub ratingu emitenta).
14. **Excessive bid-ask spreads** – nadużycie posiadanego wpływu na „rynek” i doprowadzenie przez działających w porozumieniu pośredników rynkowych do poszerzenia spread’u lub utrzymywania go na sztucznym poziomie.
15. Transakcje w celu sztucznego ustalenia ceny instrumentu finansowego na innym rynku – przeprowadzenie transakcji na jednym rynku w celu spowodowania mylnego wrażenia co do ceny akcji danego instrumentu finansowego lub powiązanego z nim instrumentu i ustalenia się sztucznej ceny na innym rynku.
16. EDIT: jak słusznie zauważył Włodek, nie sposób pominąć zjawiska **Front-runningu**, czyli np. działania na własny rachunek przez maklera (np. Giełda), przy wykorzystaniu informacji o zleceniach złożonych przez klientów.

Dodatkowo istotnym jest, że organy ścigania mają coraz większą wiedzę z zakresu rynków kapitałowych, przestępstw w/w, czy wreszcie ich ścigania. Problemy pojawiają się zarówno przy konieczności powoływania biegłych, trudnościach przy uzyskiwaniu danych historycznych czy ograniczone zasoby kadrowe osób specjalizujących się w wykrywaniu w/w przestępstw.