



Trade surveillance (pod MAR) – okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen – część pierwsza

Grzegorz Włodarczyk

Doktorant w INP PAN, www.mifid.pl

Artykuł ukaze się w magazynie: **Compliance i Zarządzanie** (Wydanie 2)

<http://complianceizarzadzanie.pl/>

Wstęp

W pierwszej części artykułu pt. „*Trade surveillance (pod MAR) dla osób zawodowo zajmujących się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń – część pierwsza – wprowadzenie*” omówione zostały kwestie systemu trade surveillance dla osób zawodowo zajmujących się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń w kontekście rozporządzenia unijnego MAR, czyli Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 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/WE¹. W części drugiej przedstawię okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen z przywołanym rozporządzeniem MAR.

Zachowania manipulacyjne wg MAR

Rozporządzenie MAR w art. 16 ust. 2 nakłada na tzw. osoby zawodowo pośredniczące w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń² obowiązek ustanowienia systemu wykrywania i

¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>

² Więcej por. wspomniany artykuł Włodarczyk G., *Trade surveillance (pod MAR) dla osób zawodowo zajmujących się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń – część pierwsza – wprowadzenie*.



powiadamiania o podejrzanych zleceniach i transakcjach. Jednocześnie art. 16 ust. 5 zawiera odwołanie do wydawanego przez Komisję Europejską rozporządzenia w którym określone zostaną właściwe rozwiązania, systemy i procedur dla przedmiotowych osób, tak aby przestrzegały one wymogów ustanowionych w Rozporządzeniu MAR. Rozporządzenie wykonawczym jest w tym przypadku 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 powiadomienia³ (dalej: **Rozporządzenie Delegowane**).

Dodatkowo Rozporządzenie Delegowane bazuje na Załączniku I do Rozporządzenia MAR, który wskazuje na okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen oraz na okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane ze stosowaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp.

Okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen

Do najważniejszych okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen należą:

1. **Colluding in the after-market of an Initial Public Offer** – czyli tzw. zmowa na rynku wtórnym pierwszej oferty publicznej, które polega na kupnie (również przez strony będące w zmowie) instrumentu finansowego po alokacji na rynku pierwotnym w celu ustalenia cen na sztucznym poziomie i wywołania zainteresowania innych inwestorów. Zgodnie z wytycznymi CESR – Market Abuse Directive: Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (dalej jako:

³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0522&from=PL>



Wytyczne CESR 1) to zachowanie manipulacyjne jest powiązane z tzw. pierwszą ofertą publiczną⁴, czyli z tzw. IPO (*Initial Public Offering*), przede wszystkim akcji⁵. To zachowanie manipulacyjne powinny monitorować przede wszystkim domy maklerskie, w szczególności te, które organizują IPO dla emitentów.

2. **Creation of a floor, or a ceiling in the price pattern** – czyli tzw. tworzenie dolnego lub górnego pułapu wzorca ceny, czyli zachowanie manipulacyjne polegające na transakcji lub zleceniu zawarcia transakcji przeprowadzone w sposób stwarzający przeszkody dla instrumentu finansowego powodujące spadek cen poniżej pewnego poziomu lub wzrost tych cen powyżej pewnego poziomu głównie w celu uniknięcia negatywnych konsekwencji wynikających ze zmian ceny instrumentu finansowego. To zachowanie manipulacyjne często przeprowadzane jest przez spółki, np. w celu uniknięcia negatywnych konsekwencji, jak np. spadek ratingu spółki.
3. **Ping orders** – czyli tzw. zlecenia służące sondowaniu. Polega na wprowadzaniu małych zleceń zawarcia transakcji w celu ustalenia poziomu ukrytych zleceń, a w szczególności w celu dokonania oceny zleceń ukrytej płynności. To zachowanie manipulacyjne, jak sama nazwa wskazuje jest tzw. *order-based scenario*, czyli zachowaniem manipulacyjnym mającym zastosowanie do zleceń zawarcia transakcji, nie zaś do transakcji zawartych. Powinno być monitorowane przez domy maklerskie (co do zleceń na rynkach regulowanych np. rynek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.), ale także pomocniczo i fakultatywnie przez banki (np. na rynkach typu Treasury Bondspot Poland).
4. **Phishing** – czyli wykonywanie zleceń zawarcia transakcji lub serii zleceń zawarcia transakcji w celu ujawnienia zleceń innych uczestników, a następnie wprowadzanie zlecenia zawarcia transakcji w celu wykorzystania przewagi z uzyskanych informacji. To zachowanie manipulacyjne, podobnie jak powyższe, jak sama nazwa wskazuje jest tzw. *order-based scenario*, czyli zachowaniem manipulacyjnym mającym zastosowanie do zleceń zawarcia transakcji, nie zaś do transakcji zawartych. Powinno być monitorowane

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

⁵ CESR posługuje się sformułowaniem „*securities*”, natomiast źródła amerykańskie wprost mówią już tylko o „*stocks*”, czyli akcjach.



przez domy maklerskie (co do zleceń na rynkach regulowanych np. rynek Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.).

5. **Abusive squeeze** – czyli tzw. operacja typu *squeeze* podlegająca sankcjom prawnym. To zachowanie manipulacyjne polega na wykorzystywaniu znacznego wpływu wynikającego z pozycji dominującej na podaż, popyt lub mechanizmy dostarczania w odniesieniu do instrumentu finansowego w celu istotnego lub prawdopodobnego zniekształcenia cen, po których inne strony muszą dostarczać, przyjmować dostawy lub je odraczać, aby wypełnić swoje zobowiązania. *Abusive squeeze* znajdzie zastosowanie zarówno do papierów wartościowych jak również do instrumentów pochodnych (czyli uproszczając instrumentów, których cena jest oparta o inne aktywo – np. papier wartościowy czy chociażby srebro itp.). W doktrynie przyjmuje się, że ta praktyka manipulacyjna znajduje zastosowanie jedynie do rynków rozliczanych rzeczywiście, nie zaś gotówkowo⁶. Takie zachowanie powinno być monitorowane zarówno przez domy maklerskie, jak również banki, które są aktywne na rynku obligacji, które jednocześnie na tych papierach zawierają transakcje typu *buy-sell-back* czy *repo*.
6. **Inter-trading venues manipulation** – czyli tzw. manipulacja między systemami obrotu, czyli obrót w jednym systemie obrotu lub poza systemem obrotu w celu niewłaściwego ukształtowania ceny instrumentu finansowego w innym systemie obrotu lub poza systemem obrotu. Oznacza to prowadzenie obrotu lub wprowadzanie zleceń zawarcia transakcji w jednym systemie obrotu lub poza systemem obrotu (w tym składanie deklaracji zainteresowania) w celu wywarcia niewłaściwego wpływu na cenę tego samego instrumentu finansowego w innym systemie obrotu lub poza systemem obrotu. To zachowanie manipulacyjne może polegać także na wykonaniu transakcji, zmiany ceny ofert kupna lub sprzedaży, w przypadku gdy *spread* między cenami ofert kupna i sprzedaży jest czynnikiem determinującym cenę jakiegokolwiek innej transakcji niezależnie od tego, czy ma to miejsce w tym samym, czy innymi systemie obrotu.
7. **Wash trades** – czyli tzw. sztuczny obrót, zwany także *wash trade*. To zachowanie manipulacyjne polega w szczególności na przystępowaniu do porozumień sprzedaży lub

⁶ Tak np. Martysz Cz. B., *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno – ekonomiczna*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2015 czy FSC - *Market Abuse Act - Acceptable Market Practices*, 2007.



kupna instrumentu finansowego w przypadku gdy nie zachodzi żadna zmiana w udziałach w korzyściach lub ryzyku rynkowym, lub w przypadku gdy udział w korzyściach bądź ryzyko rynkowe zostaje przeniesione między stronami, które działają w porozumieniu lub w zмовie. To zachowanie manipulacyjne powinno być monitorowane zarówno przez domy maklerskie jak również przez banki (np. na rynkach typu Treasury Bondspot Poland). Najłatwiejszym do wychwycenia jest to zjawisko manipulacyjne np. w interwale dziennym, kiedy np. broker lub inny kontrahent finansowy chce wynagrodzić tradera banku i zawiera z nim transakcje na tym samym instrumencie na tę samą lub prawie tę samą kwotę, tak aby na koniec dnia saldo transakcji było równe zero lub koło zera oscyloowało (ma to na celu wygenerowanie prowizji).

W kolejnej części artykułu zostaną przedstawione pozostałe okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane z wprowadzaniem w błąd oraz utrzymaniem cen. W kolejnych zaś okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne związane ze stosowaniem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp oraz poszczególne obowiązki dla banków i domów maklerskich. Ostatnia część artykułu skupiona będzie wokół kwestii związanych z praktyczną implementacją systemu Trade surveillance w banku.

Zainteresowanych odsyłam do publikacji:

1. Avgouleas E., *The mechanics and regulation of market abuse*, Oxford University Press, 2007.
2. Błachnio-Parzych A., *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2011.
3. Martysz Cz. B., *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno – ekonomiczna*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2015.