

Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw

Włodzimierz Wąsowski

Atrakcyjny rynek giełdowy to rynek transparentny, pozbawiony manipulacji, który zapewnia ochronę interesów inwestora. Nawet jednak gdy uznamy, że skala przestępstw giełdowych jest niewielka, wykrywalność duża, a potencjalna kara za nadużycia adekwatna – powinniśmy zdawać sobie sprawę, że są to przestępstwa godzące w podstawy wolnego rynku finansowego. Na postrzeganie tego zjawiska wpływa fakt, że nie zawsze można wskazać konkretnego poszkodowanego. Na ogół jednak jest to, potencjalnie najślabszy, indywidualny akcjonariusz, który nawet nie wie, że zysk manipulantą jest jego stratą.

Warunkiem działania inwestorów na rynku kapitałowym jest jego przejrzystość i wzbudzenie zaufania, że ulokowany kapitał w przyszłości można będzie wycofać z nadwyżką. Przejrzystość oznacza dostęp do danych na temat sytuacji finansowej emitentów, ich perspektyw rozwoju, struktury akcjonariatu, a także informacji o zdarzeniach mających wpływ na dalszą kondycję ekonomiczno-finansową. Bez takich informacji nie można podjąć racjonalnych decyzji o inwestowaniu. Bez zaufania inwestorów i przekonania, że rynek giełdowy działa zgodnie z przyjętymi standardami prawnymi i etycznymi, rozwój tego rynku jest wręcz niemożliwy.

Tam jednak, gdzie są duże pieniądze, pojawia się pokusa nadużyć, a nawet przestępstw. Powszechnie wiadomo, że takie pieniądze są na rynku giełdowym, tam też mogą pojawić się osoby szukające okazji do wzbogacenia się z naruszeniem prawa – dokonujące manipulacji dla zdobycia majątku nielegalnymi sposobami. Celem manipulacji jest zawsze wywarcie wpływu na cenę akcji, a motywem działania bezpośrednio, lub pośrednio, chęć zysku.

Co to jest manipulacja?

Najważniejszym czynnikiem sukcesu na rynku finansowym jest wiarygodna informacja, a manipulacje na tym rynku polegają na manipulowaniu informacją. Zgodnie z teorią rynku efektywnego, korekty ceny powinny być rzadkie – gdyż inwestorzy uwzględnili prawie wszystkie istotne dla ich ukształtowania informacje. Rynek publiczny to z istoty rynek transparentny. Manipulację na tym rynku można więc zdefiniować jako **szereg działań nakierowanych na podaż lub popyt, mających na celu obniżenie lub podwyższenie kursu-ceny, by spowodować transakcje kupna lub sprzedaży przez innych uczestników rynku po kursie korzystnym dla inicjatora tych działań.**

Manipulację jako kategorię przestępstwa zdefiniowano w dziale II, rozdziale 2, oddziale 3, art. 39 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W ust. 1. art. 39 zawarta jest ogólna dyspozycja o zakazie manipulacji instrumentem finansowym w ogólności. Natomiast w ust. 2 (pkt 1-8) ustawodawca enumeratywnie wliczył naruszenia prawa stanowiące manipulację.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2005 Nr 183 poz. 1538 z późn. zm.)

Oddział 3

Zakaz manipulacji

Art. 39. 1. Zakazana jest manipulacja instrumentem finansowym, zwana dalej „manipulacją”.

2. Manipulację stanowi:

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 niezrzetelnych 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 użył skał z rozpowszechniania takich informacji bezpośrednio lub pośrednio 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 bezpośrednio lub pośrednio 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.

Jest to zamknięty katalog różnych zachowań w ramach procederu manipulacji. Dodatkowym uzupełnieniem definicji jest art. 41 cytowanej ustawy. W pkt 4 ustawodawca rozdzielił czyn na popełniony przez sprawcę – na dziennikarza lub inne osoby. W pierwszym przypadku za manipulację informacją została przewidziana odpowiedzialność karna, w przypadku pozostałych osób odpowiedzialność administracyjna. Większa odpowiedzialność dziennikarza uzasadniona jest szerszym zakresem oddziaływania informacji przekazywanych za pomocą środków masowego przekazu.

Podawanie nieprawdziwych lub zatajenie istotnych informacji w publicznym obrocie papierami wartościowymi zakwalifikowane zostało do katalogu przestępstw w Kodeksie karnym (art. 311). To ostatnie nie jest przestępstwem, gdy emitent korzysta z przysługującego mu w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych uprawnienia do opóźnienia przekazania informacji poufnych. Emitent może opóźnić przekazanie takich informacji w sytuacji, gdy wykonanie obowiązku mogłoby naruszyć jego słuszny interes. W takiej sytuacji emitent musi przekazać jednak KNF

informację o opóźnieniu, podać jego przyczyny oraz wskazać termin, w którym informacja będzie opublikowana zgodnie z procedurą stosowaną na rynku publicznym.

Inną szczególną sytuacją jest uprawnienie do całkowitego nieprzekazania informacji do publicznej wiadomości (uprawnienie to wyłączone jest w odniesieniu do informacji poufnych), zawartej w informacjach okresowych (sporządzanych za inny okres niż rok obrotowy) oraz innych, gdy dotyczą osób fizycznych wchodzących w skład organów zarządzających lub nadzorujących emitenta i gdyby opublikowanie takich informacji mogłoby być sprzeczne z interesem publicznym lub spowodować znaczną szkodę dla interesów emitenta. Skorzystanie z opisywanego rozwiązania jest dopuszczalne w przypadku, gdy brak informacji nie uniemożliwia inwestorom prawidłowej oceny kondycji ekonomicznej emitenta lub ryzyka związanego z inwestowaniem w jego papiery wartościowe. W przypadku, gdy emitent zdecyduje się na skorzystanie z przedmiotowego uprawnienia powinien przekazać utajnioną informację do KNF wraz z wnioskiem o zwolnienie z obowiązku przekazywania jej innym, wskazanym w Prawie o publicznym obrocie, podmiotom.

Dla dokonania oceny czy mamy do czynienia z manipulacją trzeba dokonać szeregu czynności – w szczególności zbadania: wpływu informacji na cenę, motywacji osób rozpowszechniających informację, a nawet dokonanie analizy językowej.

Mechanizm manipulacji

Katalog zachowań stanowiących manipulację jest szeroki. Mając na uwadze przedmiot manipulacji, **można wyróżnić manipulację samym instrumentem finansowym i manipulację informacją związaną pośrednio lub bezpośrednio z tym instrumentem – po-**

przez jej rozpowszechnianie. Do tej kategorii przestępstw gospodarczych, zdaniem autora tego opracowania, nie należy zaliczać fałszowania sprawozdań finansowych, gdyż odpowiedzialność za to przestępstwo uregulowano w ustawie o rachunkowości. Jest to więc odrębny rodzaj przestępstwa⁸, niekoniecznie związany z obrotem publicznym. Przy czym fałszowanie sprawozdań finansowych jest w zakresie skutków podobnym procederem – sporządzający informacje jest w posiadaniu prawdziwej informacji, którą może wykorzystać, jest więc w sytuacji korzystniejszej niż odbiorca fałszywej informacji.

Mechanizm przestępstwa jest na ogół bardzo prosty i przebiega w następujący sposób:

1. Akcje spółki w ofercie publicznej wyceniane są na X zł;
2. Osoba A kupuje akcje;
3. Wzrost obrotów lub przekazana informacja wywołuje zainteresowanie inwestorów i graczy, a następnie zakup. To zaś powoduje wzrost ceny akcji;
4. Drobni inwestorzy obserwując wzrost ceny podążają za trendem i kupując akcje wywołują dalsze wzrosty notowań;
5. Cena osiąga maximum – według oceny osoby A – i wtedy sprzedaje ona akcje realizując zysk;
6. Trend wzrostowy akcji załamuje się, cena spada, następuje wyprzedaż;
7. Inwestorzy usiłują sprzedawać akcje, ale nie ma chętnych – nawet po cenach niższych od cen nabycia. Strata na transakcjach jest oczywista.

Na czym polega przestępstwo, jeżeli osoba A kupuje akcje i sprzedaje? Z przestępstwem mamy do czynienia wtedy, gdy działanie inwestora jest manipulacją określoną w wyżej cytowanych artykułach ustawy. Do podjęcia decyzji

⁸ Patrz W. Wąsowski, *Kreatywna rachunkowość czyli fałszowanie sprawozdań finansowych*, Difin 2010.

o zakupie wykorzystuje się szereg informacji i przesłanek. Jedna z nich może być pozyskana nielegalnie – stąd przestępstwo nie zawsze jest oczywiste. Dodatkowo – dla zamaskowania procederu – manipulant może dokonać szeregu innych transakcji kupna sprzedaży zanim dokona tej dla niego właściwej.

Celem manipulacji jest wywarcie wpływu na cenę, a motywem bezpośrednia realizacja zysku w postaci różnicy pomiędzy ceną sprzedaży (kursem) a ceną nabycia. Motywem dokonania manipulacji może być również zamiar zwiększenia wartości posiadanych papierów, by tym samym zwiększyć wartość środków zaangażowanych w instrumenty pochodne, w których instrumentem bazowym jest cena akcji lub tylko portfel posiadanych papierów.

Ten ostatni motyw pojawia się wówczas, gdy inwestor zaciągnął kredyt na zakup papierów wartościowych lub inny kredyt, a zabezpieczeniem tego kredytu są papiery wartościowe na rachunku maklerskim. W przypadku spadku poziomu zabezpieczenia poniżej minimalnej wymaganej wartości, kredytodawca może dokonać – jeżeli przewiduje to umowa – przymusowej sprzedaży składników tego portfela w celu zaspokojenia należności, lub też żądać dodatkowego zabezpieczenia. Aby tego uniknąć, kredytobiorca może dokonywać manipulacji – celem zwiększenia wartości aktywów zdeponowanych na swoim rachunku papierów wartościowych poprzez wzrost ich kursu. Motyw ten może pojawić się już na etapie składania wniosku o kredyt, zwłaszcza gdy mamy do czynienia z chęcią wyłudzenia kredytu.

Pozornie obiektywny kurs rynkowy akcji na giełdzie może być przedmiotem także innych manipulacji. W każdy trzeci piątek miesiąca na koniec kwartału na rynkach finansowych następuje „godzina cudów”. W marcowe, czerwcowe, wrześniowe i grudniowe piątki ma miej-

sce równoczesne wygaśnięcie trzech rodzajów instrumentów finansowych: kontraktów terminowych na indeksy akcji, opcji na indeksy oraz opcji na poszczególne akcje. Dzień, w którym dochodzi do tych wydarzeń, zwany jest *triple witching day*, co można luźno przetłumaczyć jako „dzień trzech wiedźm”, zaś ostatnia godzina notowań w tym dniu jest wyjątkową „godziną cudów” (*triple witching hour*).

W takich dniach rośnie aktywność inwestorów, co wywołuje czasami zwiększony wolumen sprzedaży bądź wzrost zmienności wahań. W tych dniach należy więc być przygotowanym na różne zaskakujące sytuacje – w postaci np. wyraźnie rosnącej rynkowej zmienności akcji. Wielcy gracze posiadający otwarte pozycje w każdym z wymienionych rodzajów instrumentów pochodnych, w dniu ich wygasania próbują doprowadzić do korzystnego dla siebie rozliczenia ceny. Jednak w praktyce nie jest tak prosto „ustawić rynek” według własnych oczekiwań, z uwagi na dużą liczbę jego uczestników.

Duże fundusze i inne instytucje mogą mieć większą „siłę” i odpowiednio składać zlecenia. Komisja Nadzoru Finansowego bada wtedy, czy nie dochodzi do manipulacji kursami akcji. Może też wydać ostrzeżenie, że możliwy jest „zjazd” cen akcji. Aby nie doszło do destabilizacji notowań, również giełda może zmniejszyć z 10% do 5% limit wahań kursów (tzw. widełki) dla spółek z WIG20 i kontraktów terminowych. Jeśli cena akcji wyłamie się z widełek, handel może być wstrzymywany przez przewodniczącego sesji, co w praktyce daje czas na zrównoważenie popytu i podaży przez inne zlecenia składane przez inwestorów. W szczególnych przypadkach przewodniczący może nawet zdecydować o odrzuceniu zlecenia, które wywołało zamieszanie z wysokością kursu.

Przykładem próby manipulacji informacją na giełdzie może być podejrzenie o dokonanie

pewnych transakcji na fixingu podczas sesji 12 listopada 2008 r. W tym dniu indeks WIG20 zniżył się, osiągając wskaźnik dużo niższy niż w poprzedniej sesji. W fazie zamknięcia na rynek wpłynęło duże koszykowe zlecenie kupna na wszystkie akcje spółek wchodzących w skład WIG20. W związku z tym, że zlecenie było złożone ze wskazaniem „po każdej cenie” spowodowało ono gwałtowne wzrosty kursów w tym dniu. Wkrótce ustalono, że podejrzane działanie dotyczyło jednego kontrahenta i było związane z zajęciem przez niego pozycji na rynku transakcji terminowych forward.

Transakcja ta wprowadzała w błąd inwestorów, którzy widząc wzrosty akcji spółek i sądząc, że są to ceny rynkowe, dokonali zakupu kontraktów terminowych na ten indeks. Zarząd giełdy uznał jednak, że omawiany przypadek jest *pochođną niskiej płynności, a nie manipulacji. Zlecenia kupna przekazane na fixing zamykający z 12 listopada 2008 r., nie napotkawszy odpowiedzi w postaci analogicznych zleceń sprzedaży, wyzwołyły efekt niedostatecznej płynności, która spowodowała z kolei skokową zmianę wartości indeksu* – napisano w komunikacie GPW.

Podkręcanie obrotów

Wpływanie na obroty może odbywać się poprzez pozorną sprzedaż, polegającą na zawarciu szeregu transakcji nabycia i zbycia tych samych, lub tej samej klasy, papierów wartościowych – jednocześnie albo na przestrzeni krótkiego czasu – w celu wywołania mylnego wrażenia o dużych, zwykłych obrotach. Manipulacja następuje więc przez składanie zleceń, które powodują nienaturalne, sztuczne wykreowanie ceny. Celem tych transakcji jest pokazanie takich obrotów na walorze, by zasugerować zmianę ceny rynkowej. Ukryty zamiar jest jednak inny niż dokonywana faktycznie czynność prawna sprzedaży-zakupu.

Takie transakcje przeprowadzane mogą być poprzez zlecenia wzajemne, czyli transakcje bazujące na współdziałaniu dwóch osób dla osiągnięcia wspólnego celu. Symetryczne zapisy na kontach sugerują wtedy, iż doszło do zawarcia rzeczywistych transakcji. Najczęściej jednak **manipulacja tego typu odbywa się przez tzw. spółdzielnie**, dokonujące serii zaplanowanych i skoordynowanych transakcji. Taka forma zbiorowej manipulacji, dokonywanej przez grupę powiązanych ze sobą nieformalnym związkiem inwestorów, powoduje ruch na papierze – przez wzajemne sprzedawanie przez uczestników spółdzielni tego samego pakietu akcji – co sprawia, że jego wartość rynkowa rośnie. Nieświadomi inwestorzy zaczynają w takich sytuacjach wierzyć w nieskończenie długi trend wzrostowy kursu akcji. Jednak kiedy potencjał wzrostowy kursu wy-czerpie się, grupa przestępcza sprzedaje w możliwie krótkim czasie posiadane papiery wartościowe – realizując olbrzymie zyski. Dysponując odpowiednim kapitałem, „spółdzielnia” może wywindować znacznie kurs papieru wartościowego, wybierając najczęściej spółki o małej kapitalizacji. Duże spółki giełdowe, posiadające inwestorów instytucjonalnych ze znacznymi pakietami akcji, mniej nadają się do takich manipulacji.

„Spółdzielnie” mogą też wykupywać wszystkie walory jakiejś spółki znajdujące się w sprzedaży, co powoduje zwiększone zainteresowanie walorem. Kontrolują wtedy podaż i popyt, a poprzez to wywierają wpływ na poziom kursu akcji. Ich ofiarami mogą być zajmujący krótkie pozycje, czyli osoby pożyczające papiery wartościowe w celu sprzedaży, które oczekują spadku ceny.

Zwiększone obroty mogą też być wywołane przez maklerów, którzy generują nadmierną liczbę transakcji kupna-sprzedaży instrumentów finansowych – w celu pobierania prowizji od każdej z nich. Na zwiększenie ob-

rotów mogą również wpływać działania, jakie podejmują inwestorzy by przenieść pakiety akcji z jednego rachunku na drugi. Składają wówczas jednocześnie zlecenia kupna i sprzedaży, odpowiadające sobie ceną i wolumenem, po to by je skojarzyć i dokonać transferu pomiędzy rachunkami. Narazają się jednak wtedy niepotrzebnie na podejrzenia – z powodu niewiedzy, bo ten sam cel można osiągnąć dokonując przelewu w drodze czynności cywilnoprawnej poza rynkiem lub transakcji pakietowej uregulowanej przez przepisy dotyczące obrotu giełdowego.

Duże obroty mogą być powodem pomyłek maklerów. Może być wówczas uruchomiona prawdziwa reakcja łańcuchowa – w postaci lawiny *stop-lossów*, czyli automatycznych zleceń sprzedaży akcji na określonym poziomie w sytuacji ostrego spadku kursów. Ze względu na małą płynność rynku i kapitalizację spółek większe zlecenia mogą czyścić arkusz zleceń do parkietu, powodując ogromne wahania. Obraz notowań na rynku giełdowym mogą też zaciemniać arbitrażyści, zarabiający na różnicy kursów kupna i sprzedaży.

Grą na obniżkę kursu mogą być zainteresowani zarządzający funduszami. Licząc na lepsze miejsce w rankingach, mogą grać na spadek kursu papierów, których znaczne ilości posiadają w portfelach ich konkurenci w rankingach. Sytuacja generowania wadliwej informacji rynkowej ma miejsce również wtedy, gdy zarządzający funduszami – poprzez odpowiednie składanie zleceń kupna i sprzedaży – sprawiają że w ostatnim dniu kwartału, gdy oceniane są ich wyniki, rosną kursy akcji spółek znajdujące się w ich portfelach. Inni inwestorzy, bazując na fałszywym, manipulowanym obrazie rynku, podejmują wówczas nieracjonalne decyzje, a zarządzający otrzymują bonusy...

Wysokie nagrody, premie, szansa na uzyskanie tytułu rynkowego guru, sprawiają że niektóre fundusze mogą sięgać po takie kon-

trowersyjne metody w rywalizacji o miejsce w rankingu jako motorze promocyjnym⁹. Mechanizm jest prosty: jeżeli akcje spółki są małą pozycją w portfelu danego funduszu, a dużą w portfelu jego konkurenta, to zmiana kursu mniej pogorszy jego własny wynik niż funduszu konkurencyjnego.

Przy rozchwanym, niestabilnym finansowo rynku, wiele instytucji finansowych może to wykorzystać do zarabiania dużych pieniędzy. Taka sytuacja powstaje wtedy, gdy wartość obrotów na giełdzie jest mała i występują nie-naturalne ruchy cen. Ich efektem mogą być obserwowane czasami „dziwne zawirowania na giełdzie”.

Wykorzystywanie informacji poufnych

W gospodarce rynkowej informacja odgrywa niezmiernie ważną rolę – taką prawie jak kapitał, w szczególności zaś jest kluczem do zyskowych inwestycji. Osoby mające szybki dostęp do ważnych informacji uzyskują przewagę nad innymi inwestorami. Jeżeli informacja dociera w tym samym czasie do wszystkich uczestników rynku giełdowego, nie budzi to oczywiście zastrzeżeń. Jeżeli jednak nie zostanie podana do publicznej wiadomości, a wykorzystana będzie tylko przez niektórych uczestników obrotu giełdowego, to mamy do czynienia z najpoważniejszym przestępstwem giełdowym, tzw. *insider trading*, czyli **wykorzystaniem do podejmowania decyzji giełdowych informacji prawdziwych, ale niejawnych**.

Wtedy mamy do czynienia ze spekulacją wynikającą z tego, że wie się więcej niż rynek, i na podstawie tych dodatkowych informacji zawierane są transakcje kupna lub sprzedaży

⁹ Patrz G. Nowacki, *TFI kopią się po kostkach*, Puls Biznesu z 30.12.2010.

papierów wartościowych. Informacje takie posiadają osoby zatrudnione w danej spółce akcyjnej: członkowie zarządu, członkowie rady nadzorczej, pracownicy sekretariatów, a także doradcy zewnętrzni, w tym pracownicy firm konsultingowych, kancelarie prawne, biegli rewidenci.

Najczęściej chodzi tu o informacje o wynikach znacząco odbiegających od oczekiwań rynku, o prognozach wyników lub korektach prognoz, planach fuzji i przejęć, planach związanych np. z ogłoszeniem wezwania na wszystkie akcje po korzystnej dla dotychczasowych akcjonariuszy cenie, licencjach, cenach, umowach, które mają być zawarte w przyszłości. Takie informacje mogą być wykorzystane przez racjonalnie działającego inwestora przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i w istotny sposób wpłynąć na cenę akcji.

Klasycznym przykładem patologii tego typu może być zakup akcji własnej spółki przez członka kierownictwa przed upublicznieniem informacji o nadzwyczajnych wynikach firmy lub prognozy o spodziewanych bardzo dobrych wynikach. Podobnie działa informacja o otrzymaniu przez firmę dużego zlecenia, czy o podpisaniu znaczącej umowy. Jeśli ktoś jest lepiej poinformowany przed ogłoszeniem przez spółkę ważnej informacji, to mamy do czynienia z wyraźną asymetrią informacji, co narusza równość szans.

Może też wystąpić odwrotna sytuacja: pracownik biura maklerskiego lub spółki notowanej na giełdzie, wiedząc wcześniej, że spółka poniosła straty, sprzedaje jej akcje zanim dowiedzą się o tym inni inwestorzy i kurs akcji zacznie spadać. Kolejny przykład asymetrii: dany podmiot, np. biuro maklerskie czy jego pracownicy, wiedzą że ich klient lub ich podmiot macierzysty przeprowadzi większą transakcję na giełdzie. Znając taką decyzję mogą odpowiednio szybko zareagować i przeprowadzić korzystną dla siebie transakcję.

Zdarzyć się też może, iż spółka lub inny podmiot udostępni istotne informacje tylko wybranej grupie inwestorów. Wykorzystanie takiej informacji umożliwia wówczas generowanie wysokich zysków z transakcji na papierach lub pozwala uchronić się przed stratami skuteczniej niż na podstawie późniejszych oficjalnych informacji, np. o słabych wynikach finansowych spółki. Groźna jest też sytuacja, gdy z opóźnieniem zostanie przekazany komunikat o upadłości spółki, zaś insiderzy zdołali już wyprzedzić akcje przed obniżką ich ceny. Wtedy strata z obniżki ceny zostanie ewidentnie przerzucona na nabywców akcji.

Najszybciej dostęp do takich informacji ma zarząd i rada nadzorcza. Dlatego ich operacje na papierach wartościowych podlegają obowiązkowi informacyjnemu – muszą być szybko upubliczniane, by nie stwarzać podejrzeń, że korzystali ze swojej uprzywilejowanej pozycji.

Na rynku kapitałowym występuje też asymetria innego rodzaju: asymetria wiedzy i doświadczenia pomiędzy dużymi graczami, zwłaszcza instytucjonalnymi, a indywidualnymi drobnymi inwestorami. Na ile wykorzystywanie swojej wiedzy przez dużego inwestora może stwarzać podejrzenia o proceder *insider trading*? Drobnemu inwestorowi może zauważyć, że duzi inwestorzy instytucjonalni skupują akcje małymi partiami, by nie wywołać ruchu cen. Wiedząc że wracają oni po dany walor kilkakrotnie, by nie podbić jego ceny, dokonuje on zakupu i to on kolejnym zleceniem podbija cenę. Niekiedy też drobnymi inwestorami próbują inwestować obserwując transakcje zawierane przez dużych graczy czy menadżerów, zakładając że są oni najlepiej poinformowani...

Sposobem przeciwdziałania wykorzystaniu informacji poufnych może być ograniczenie dostępu do nich tylko dla niezbędnego minimum osób. Wiadomo bowiem, że żadnej tajemnicy nie da się długo utrzymać w tajemnicy, dlatego należy taką in-

formację podać jak najszybciej do wiadomości publicznej w formie raportu bieżącego. Wpływ na kurs giełdowy jest wtedy nieunikniony, ale ograniczy to patologię w postaci nieuczciwego zarobku.

Niezbędnym elementem rynku kapitałowego są organizowane przez emitentów spotkania z analitykami przygotowującymi rekomendacje dla danej spółki publicznej i niektórymi strategicznymi inwestorami. Regulacje prawne zakazują przekazywania w trakcie tych spotkań informacji poufnych, ale istnieje poważne ryzyko, że ich uczestnicy otrzymają informacje, które co prawda nie mają charakteru informacji poufnych, bo dotyczą np. wczesnych faz projektów, ale ich otrzymanie może tworzyć pewną przewagę informacyjną¹⁰.

Handel poufnymi informacjami stał się zmartwieniem światowego biznesu¹¹. Na giełdach w wielu krajach powstają grupy, które bazują na informacjach pozyskanych ze źródeł niedostępnych dla ogółu inwestorów. O ile w takich sprawach mamy do czynienia z jednorazowymi, incydentalnymi przeciekami, których odbiorcą jest przyjaciel lub członek rodziny osoby ze spółki, to wpływ takiego „przecieku” na mechanizm rynkowy może nie być duży. O ile jednak z takich informacji korzysta duży inwestor lub „spółdzielnia”, to skala zagrożenia w postaci zakłócenia mechanizmu rynkowego jest duża.

Groźne jest pojawienie się na giełdzie zorganizowanych grup przestępczych, które dzięki inwestowaniu mogą przede wszystkim wyprać brudny kapitał – poprzez uzyskanie dokumentów jego legalności, a ewentualny zysk z operacji giełdowych jest dla nich tylko efektem ubocznym. Kolejny etap działania takich grup

może polegać na wykorzystywaniu pozyskiwanych informacji poufnych i dokonywaniu manipulacji giełdowych poprzez podstawione osoby. Jak się wydaje, warszawska giełda jest jeszcze zbyt mała dla mafijnych manipulacji, bo działalność mafii na rynku giełdowym byłaby zbyt transparentna. Niemniej lokowania na giełdzie kapitału przez grupy przestępcze nie można wykluczyć.

Pogłoski, plotki, fałszywki...

Fałszywa informacja może być wpuszczona do publicznego obiegu oficjalnie, np. przez sfalszowaną sprawozdawczość, raport bieżący, okresowy, prospekt emisyjny, czy raport analityka, a także za pośrednictwem mediów lub w postaci pogłosek. Zazwyczaj mamy tu do czynienia z rozpowszechnianiem informacji pozytywnych, które mają na celu podwyższenie ceny. Rzadziej stosowany jest zabieg odwrotny – w celu obniżenia ceny lub wpłynięcia na cenę tak, by zamknąć zajętą na rynku pozycję.

Idealny model funkcjonowania na rynku kapitałowym to aktywny inwestor, który regularnie zapoznaje się z informacjami publikowanymi przez emitenta. Informacje te dotyczą przede wszystkim osiągniętych przez spółkę wyników, ale także mają postać deklaracji zarządów co do przyszłości, czyli strategii i prognoz, bowiem spółka, która chce pozyskać kapitał z rynku, musi przekazać inwestorowi nie tylko informacje o już osiągniętych wynikach, ale również o tych, w których będzie on partycypował. Inwestor powinien mieć świadomość, że realizacja prognoz – z założenia – może odbiegać w większym lub mniejszym stopniu od założeń. Prognozy bowiem, z uwagi na zmienność warunków funkcjonowania, niosą ryzyko rynkowe. Przewidywanie przyszłości jest zawsze trudne, ale zawsze ma przed sobą przyszłość. Mówi się także, że prognoza

¹⁰ Patrz *Wzmocnienie ochrony rynku kapitałowego*. Raport Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego Warszawa, luty 2011.

¹¹ K. Scannel, B. Masters, *Handel poufnymi informacjami na Wall Street*, Dziennik Gazeta Prawna, nr 49 z 11-13.03.2011.

to przeszłość, tylko inna. Prognozowanie czy wycena akcji to trudne zadanie i dopiero po pewnym czasie można nabyć wiedzę o czynnikach, których się nie uwzględniło.

Odrębny rodzaj ryzyka to ryzyko utraty wiarygodności przez spółkę. „Strategią” spółki może być bowiem publikacja ambitnych prognoz, które w okresie późniejszym są korygowane, co skutkuje obniżeniem kursu akcji. Niedotrzymanie prognozy obniża zaufanie inwestora do spółki. Czuje się on wprowadzony w błąd nierzetelnymi prognozami. Nie zmienia tego fakt, że prognoza mogła być oparta na błędnych założeniach. Trudno jednak udowodnić, że taka prognoza była nierzetelna lub nierealna od samego początku, a zarząd opublikował ją celu wprowadzenia inwestorów w błąd.

Rygorów dotyczących prognoz nie muszą natomiast spełniać wypowiedzi członków zarządu dla prasy, np. o możliwych do osiągnięcia przychodach, gdyż są to opinie nie będące oficjalnymi prognozami. Dla spekulacyjnie nastawionych graczy giełdowych podobny charakter mają zapowiedzi fuzji i przejęć – w formie komunikatów typu: „Zarząd prowadzi rozmowy w celu przejęcia spółki z branży”.

Przewidywanie przyszłości jest zawsze trudne, ale zawsze ma przed sobą przyszłość. Mówi się także, że prognoza to przeszłość, tylko inna. Prognozowanie czy wycena akcji to trudne zadanie i dopiero po czasie można nabyć wiedzę o czynnikach, których się nie uwzględniło.

Spojrzenie w przyszłość na podstawie przeszłości ma istotne ograniczenie. **Rynek fluktuuje niekoniecznie zgodnie z racjonalnymi zasadami.** W okresie hossy cena akcji rośnie niezależnie od tego czy ma to racjonalne uzasadnienie, zaś w okresie bessy ceny spadają poniżej rozsądnej granicy. Nie należy więc po prognozach oczekiwać zbyt wiele, powinny być one tylko jednym z czynników przy decyzjach inwestycyjnych.

W finansach prognozy odgrywają dużą rolę, ale rzeczywistość jest zbyt złożona, zależy od bardzo wielu czynników – również nierozpoznawalnych – co czyni prognozy niewystarczająco przydatnymi. Gospodarka rynkowa i jej elementy – jednostki gospodarcze, to złożone i powiązane układy, gdzie nawet niewielka modyfikacja jednego czynnika powoduje nieoczekiwane zmiany w całym układzie. Dlatego wiara w długoterminowe prognozy jest naiwnością.

Poprawność merytoryczna prognozy i rzetelność zawartej w niej argumentacji nie gwarantują jej spełnienia, a czasem jest wręcz odwrotnie – to intuicja, a nie racjonalna prognoza, zapewnia sukces. Chętnych do sporządzania prognoz nigdy nie brakowało i wręcz ich przybywa – nic dziwnego, przecież mało kto sprawdza jak zostały one sporządzone, czy nie są to przypadkiem tylko pobożne życzenia i czy założenia prognozy zostały rzeczywiście zrealizowane. Dodać należy, że zawsze łatwiej ocenić trend i sporządzić prognozę na podstawie danych z przeszłości niż oszacować perspektywę spółki.

Ceny papierów wartościowych powinny uwzględniać wszystkie istotne informacje. Znaczące zdarzenia są przenoszone na rynku na cenę akcji. W przypadku rynku giełdowego, bieżąca zmienność cen akcji w perspektywie krótkoterminowej kształtowana jest w znacznej mierze przez rekomendacje analityków rynkowych, którzy jednak zbyt polegają na kwartalnych sprawozdaniach o wynikach spółek. Rekomendacje uwzględniają również prognozy przyszłych wyników, potencjalne zdarzenia, informacje o toczących się postępowaniach sądowych i podatkowych, jak również potencjał wzrostu wynikający z niedoszacowania wartości spółki. Zmienność cen akcji jest przy tym większa w przypadku małych podmiotów niż dużych.

Rekomendacje analityków biur maklerskich, które plasują akcje na rynku, mogą być jeśli

chodzi o wycenę nadmiernie optymistyczne, ale to przecież jeszcze nie przestępstwo. Rekomendacje z istoty oparte są na szacunkach, bazują często na zjawiskach z przeszłości. Trzeba jednak zwracać uwagę na przypadki gdy wynagrodzenie, prowizje, premie – czyli dochód zatrudnionych w biurze maklerskim – zależy bezpośrednio od transakcji kupna-sprzedaży, a więc od obrotu. Wtedy rekomendacje mogą być po części manipulowane. Taka sytuacja może wystąpić również wtedy, gdy biuro maklerskie posiada w swoim portfelu nadmiar akcji danej spółki i chce się ich pozbyć. Wtedy rekomendacja „kupuj” może rozwiązać ten problem biura maklerskiego, nawet jeżeli jest oparta na fałszywych przesłankach i tracą na tym inwestorzy.

Zalecenia dla inwestorów w rekomendacjach nie są gwarancją sukcesu. **Rzadko analitycy idą pod prąd, na ogół naśladują innych.** Rynekowi guru wręcz głoszą: „Nie walcz z trendem!”. Największa sprawdzalność rekomendacji, prognoz czy zaleceń następuje oczywiście w środku trendu, a najniższa w punktach skrajnych – bessy i hossy – i jest to zjawisko naturalne. Należy także mieć świadomość, że analitycy w szeregu przypadków sfalszowania sprawozdań nie zadawali sobie trudu, by dokładniej przyjrzeć się wynikom. Osobnym zagadnieniem jest bazowanie przez analityków na przypuszczeniach, prognozowanie na tej podstawie przyszłych cen na rynkach giełdowych i zawieranie transakcji wyłącznie spekulacyjnych.

Spółki notowane na giełdzie są zobowiązane do załączania komentarzy i omówień do komunikatów, aby umożliwić inwestorom lepsze zrozumienie publikowanych wyników. Aby ograniczyć możliwość wykorzystania informacji poufnych, spółka giełdowa musi także przekazywać rynekowi komunikaty bieżące również w trakcie sesji, a nie po jej zamknięciu.

Do manipulacji na rynku giełdowym niektórzy zaliczają, słusznie bądź nie – zależy to od konkretnego przypadku – wypowiedzi znanych inwestorów, tzw. giełdowych guru. Na ile ich wypowiedzi mają moc sprawczą trudno udowodnić. Wiadomo, że nastroje na rynkach zmieniają się szybko, ale czy można powiązać je z wypowiedziami autorytetów? Czy raczej jest to zbieg okoliczności, wypadkowa wielu czynników? Niewątpliwie rynek indywidualnych inwestorów czeka na wypowiedzi takich osób, ale wydaje się, że nie mogą one wywołać znacznego ruchu cen. Niemniej ich wypowiedzi oparte są na analizach licznych pracujących dla nich zespołów analityków. Istnieje jednak także ryzyko, że duzi inwestorzy mogą swoimi wypowiedziami próbować „ograć” drobnych graczy. Takie podejrzenia były niejednokrotnie formułowane.

Obietnice bez pokrycia

Komunikaty przekazywane przez spółkę mogą również zawierać błędne sugestie, np.: „Spadek sprzedaży jest wynikiem zmian w zarządzaniu zapasami u odbiorców”. Taka informacja sugeruje, że odbiorcy postanowili utrzymywać zapasy na niższym poziomie. Tymczasem prawdziwa przyczyna mogła być taka: wywarliśmy taki nacisk na odbiorców dając bonifikaty lub uruchamiając innego rodzaju bodźce, że zawaliliśmy naszymi wyrobami magazyny odbiorców, a i nasze też są pełne, a więc w najbliższym okresie wzrost sprzedaży nie jest możliwy.

Niektóre komunikaty mogą być w istocie działaniami z zakresu PR, które wpisują się w zamierzone działania i wzmacniają np. trend wzrostu cen. Takimi informacjami przekazywanymi w komunikatach mogą być np. informacje o rozmowach z potencjalnym inwestorem, możliwych korektach prognozy wyników itp. Często istotne informacje się pomija, np. o

transakcjach, których wartość przekracza zwykłe rzeczywiste transakcje spółki związane z jej działalnością.

Wydawane w zgodzie z prawem komunikaty także mogą wprowadzać w błąd inwestora – wskutek tendencyjnej interpretacji wyników. Kiedy w raportach bieżących czyta się, że spółka „zarobiła” określoną kwotę, to wcale nie musi oznaczać zysku, a jedynie przychód, zaś spółka może notować stratę. Zawarte w komunikatach określenia typu: „spółka ma duży potencjał wzrostu”, „może zwiększyć obroty”, „jest realna szansa na zwiększenie zysku”, „szykujemy się do akwizycji”, „prowadzimy rozmowy z zagranicznym inwestorem” – mogą w istocie nic nie oznaczać. To są tzw. fakty stylizowane.

Menedżerom trudno zarzucić, że celowo wprowadzają inwestorów w błąd, niemniej obietnice bez pokrycia obniżają wiarygodność spółki. Przykładem takiej sytuacji może być m.in. komunikat o skupie akcji własnych. Skup akcji własnych to operacja, która w większości przypadków wykonywana jest dla ratowania kursu, rzadziej motywacja jest typu: „skupujemy akcje własne, bo są tanie”, czy też brak jest pomysłu na wykorzystanie zgromadzonej gotówki np. akwizycje albo inwestycje we wzrost mocy wytwórczych. Reakcją rynku na taki komunikat jest wzrost ceny. Deklaracja spółki ma zwykle formę: „na skup akcji zamierza się przeznaczyć kwotę do...”. Kiedy pożądaný cel w postaci wzrostu ceny zostanie osiągnięty, skup może nie być kontynuowany.

Jaki jest cel takich przedsięwzięć? Wartość firmy faktycznie nie podnosi się w wyniku ogłoszenia wezwania. Taka akcja może być „krzykiem rozpacz” – obroną przed wrogim przejęciem, do którego ma zniechęcić wysoka cena akcji. Przyczyna może być również taka, że zarząd jest inspirowany do takiej akcji przez głównych inwestorów, którzy mają „wylewarowane akcje” lub kredyty zabezpieczone ak-

cjami – i w sytuacji spadku ceny uruchamiają się w banku procedury zmuszające do podwyższenia zabezpieczeń kredytu.

W okresach niekorzystnych dla spółki komunikaty zwykle odbiegają od wymogów wobec komunikacji społecznej – by przekazywane informacje były zwięzłe i rzeczowe. Spółki w takich okresach uciekają zwykle od podawania rzeczywistych przyczyn niepowodzeń, wskazując raczej na sytuację zewnętrzną, podając informacje o osiągnięciach z przeszłości i starając się mówić z optymizmem o nadziejach na przyszłość. **Kiedy wyniki spółek są słabe, zamiast rzetelnych informacji mogą się pojawiać ogólniki o dobrej strategii i silnych fundamentach.** Należy też dodać, że część informacji przekazywanych w komunikatach jest raczej po to, by wypełnić wymogi prawne, mają one zaś niską przydatność dla inwestora.

Błędne informacje mogą zawierać również rekomendacje agencji ratingowych, przydzielających czasami spółkom rating AAA, które to spółki na oczach inwestorów zamieniają się potem w pył. Nieprawidłowe sygnały mogą przekazywać „wizjonerskie”, czy sponsorowane artykuły prasowe. Źródłem dezorientacji mogą być także impulsywne, pesymistyczne posty na forach internetowych. Mogą być one formą manipulacji, jak też sposobem odreagowania sfrustrowanych inwestorów, którym nie udały się transakcje.

W warunkach gdy informacja rozprzestrzenia się w sposób nieograniczony, dotyczy to również niesprawdzonych plotek, które szybko stają się powszechnie znaną informacją. W dobie internetu złe opinie o spółce, jej produktach, kłopotach z reklamacjami, lekceważeniu klientów – mogą być łatwo rozpowszechniane przez interesariuszy spółki, pomimo prezentowanych oficjalnie danych o dobrej sytuacji finansowej.

Informacje takie mogą być również rozpowszechniane przez organizacje konsumenckie. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi zawiera ostrzeżenie, że do manipulacji zalicza się rozpowszechnianie przez środki masowego przekazu nieprawdziwych lub wprowadzających w błąd informacji dotyczących emitentów lub takich, które mogą mieć wpływ na cenę instrumentów finansowych.

Błędne mogą być informacje zawarte w prospekcie emisyjnym lub memorandum. Istnieje również ryzyko ich niewłaściwej interpretacji, co dla inwestora ma ten sam skutek. Ryzyko wynika też z rozbieżności pomiędzy datą zebrania danych a datą opublikowania dokumentu czyli prospektu. Im mniejsza rozbieżność, tym mniejsze ryzyko.

Prospekt emisyjny może być zresztą prawdziwą „perłą promocyjną”, kreującą popyt na akcje spółki i utrzymującą inwestorów w przekonaniu, że należy trzymać akcje długoterminowo. Można przypuszczać, że czasami celowo tworzy się informację, że na pierwszych emisjach akcji można tylko zarobić. Bank może wtedy udzielić pożyczki klientom by kupili jego akcje i podnieśli przez to ich cenę. **Tłum indywidualnych inwestorów – w żargonie giełdowym „leszczy” – po odliczeniu wszelkich kosztów obsługi bankowych „lewarów” (kredytów) zarabia na czysto grosze, w przeciwieństwie do krociowych kwot zainkasowanych przez kredytodawców.** Tego rodzaju bankowy zysk jest praktycznie pozbawiony ryzyka, gdyż zabezpieczony jest z nadwyżką na akcjach.

Nierzadko pogląd na sytuację spółki inwestor wyrabia sobie na podstawie rozmów z osobami, w jego mniemaniu, zorientowanymi w wydarzeniach. Niektóre uzyskane w ten sposób informacje są spekulacjami opartymi na faktach, inne zaś są zazwyczaj całkowicie zmyślane. Najczęściej spekulacje mają swój początek w faktach, lecz rozrastają się w miarę po-

wtarzania do gigantycznych rozmiarów. Taki rodzaj pogłosek pozwala niektórym inwestorom zarabiać kosztem innych i tylko szybkie publiczne ich zdementowanie może uśmiercić lawinę plotek. Fałszywe pogłoski są przy tym skuteczne i wyjątkowo szkodliwe.

Rozpowszechnianie fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, nadużywanie danych i błędna ich interpretacja – to niekończąca się opowieść. Warto jednak zauważyć, że wypełnianie wszystkich potrzeb informacyjnych, w formie oczekiwanej przez odbiorców, jest praktycznie niemożliwe. Indywidualni inwestorzy nie mają czasu i umiejętności, by szczegółowo analizować przekazywane dane. Natomiast analitycy chcieliby jak najwięcej szczegółów. Wiadomo przy tym, że liczne ale nieistotne szczegóły zaciemniają obraz i nie pozwalają na wyciągnięcie klarownych wniosków.

Inwestor zawsze powinien zachować elementarną ostrożność, zwracając uwagę na takie elementy, jak: czy informacja dotyczy obiektywnych zaistniałych faktów i danych lub przyszłych ewentualnych zdarzeń i wyników, czy też jest to tylko subiektywna opinia lub sugestia? Czy informacja pochodzi z wiarygodnego źródła i jest autoryzowana? Czy można ją w jakiś sposób zweryfikować? W sytuacji kiedy inwestor ma do czynienia z natłokiem informacji, a jego sukces zależy od szybkości reakcji – może to być trudne.

Skutki manipulacji

Prawidłowo działający rynek kapitałowy umożliwia spółkom pozyskanie kapitału i jego optymalną alokację, co przyczynia się do rozwoju spółek i całej gospodarki. Taki rynek pozwala inwestorom ograniczyć ryzyko i – w konsekwencji – obniżyć oczekiwania co do przyszłej stopy zwrotu, redukuje więc koszt kapitału. Negatywne konsekwencje działań

manipulacyjnych godzą w rynek, gdyż polegają w istocie na kradzieży mienia inwestorów, bo transakcje kupna-sprzedaży dokonywane są po spreparowanych kursach.

Rynek kapitałowy zapewnia fundusze na finansowanie inwestycji służących rozwojowi, tworzących nowe miejsca pracy. Optymalizuje ich przepływ do gałęzi, których produkty są weryfikowane pozytywnie przez rynek. Manipulacje, nawet w niewielkiej skali, podważają zaufanie do rynku – są więc przestępstwami przeciwko gospodarce rynkowej. W konsekwencji następuje:

- naruszenie interesu innych uczestników rynku, przez nierówne warunki konkurencji;
- podaż i popyt w wyniku takich działań powoduje ukształtowanie się nienaturalnego kursu, przez zakłócenie prawidłowego mechanizmu rynkowego;
- erozja rynku jako miejsca obiektywnej wyceny akcji;
- zahamowanie rozwoju rynku i trudności w lokowaniu nowych emisji;
- odpływ kapitału z giełdy do bardziej bezpiecznych form inwestowania, zniechęcenie do uczestnictwa w rynku finansowym.

Dla samej spółki, nawet jeżeli w manipulacji nie brała udziału, sytuacja taka nie jest korzystna ze względów wizerunkowych – inwestorzy mają dobrą pamięć i jeżeli byli poddani takiemu doświadczeniu, to czują się oszukani i instynktownie unikają później nabywania akcji tej spółki. Odbudowa utraty reputacji jest procesem długotrwałym i kosztownym. **Kryzys zaufania, nieufność do publikowanych danych powodują, że środki inwestorów, które mogłyby być zainwestowane w akcje, przenoszone są na rynek papierów skarbowych czy rynek nieruchomości,** co nie ma już tak pozytywnego wpływu na rozwój gospodarki.

Oszustwo czy zwykła pomyłka?

Zmanipulowany ruch cen akcji może być skutkiem zmyślenia dwóch inwestorów, którzy potajemnie umówią się co do transakcji kupna-sprzedaży za określoną wartość akcji spółki A, a następnie do transakcji kupna-sprzedaży akcji spółki B za przybliżoną lub tą samą wartość. W bilansach tych inwestorów nie nastąpi wówczas zmiana w strukturze aktywów (lub będzie minimalna).

Coraz powszechniejsze są też transakcje na zamknięcie notowań, wpływające istotnie na kształtowanie się kursu akcji. Transakcje te godzą w interes pozostałych uczestników obrotu i obniżają poziom zaufania do giełdy jako miejsca rzetelnej wyceny instrumentów finansowych.

Manipulacje mogą mieć na celu obniżenie podstawy opodatkowania, czyli uchylenie się od zapłacenia podatku poprzez wygenerowanie straty na rachunku inwestycyjnym. Mechanizm jest wtedy prosty: transakcja z zaprzyjaźnioną osobą na mało płynnym papierze wartościowym, sprzedaż po określonej cenie, a następnie odkupienie tych akcji po wyższej cenie.

Wysoki kurs akcji można uzyskać manipulowaniem danymi finansowymi, czyli poprzez zastosowanie tzw. kreatywnej rachunkowości. Taki sam efekt dać może manipulowanie obrotami. To ostatnie wydaje się niektórym inwestorom łatwiejsze, a straty ponoszą na ogół drobni inwestorzy. Tymczasem ponoszą oni już wystarczające ryzyko związane z fluktuacją notowań w wyniku działania mechanizmu rynkowego i nie powinni ponosić dodatkowego ryzyka manipulacji kursem.

Wśród tej grupy inwestorów rodzić się może przekonanie, że to nie wiedza, analiza fundamentalna i techniczna, decydują o sukcesie w inwestowaniu, ale posiadanie informacji, do których dostęp mają tylko niektórzy. Taki inwestor w przypadku poniesienia strat, skłonny

jest do poglądu, że powodem tego nie była jego niewłaściwa decyzja, ale nierównowaga informacyjna wśród inwestorów. Społecznym skutkiem rozpowszechniania się takiego poglądu jest przekonanie, że nierówności majątkowe są przede wszystkim efektem nieuczciwego bogacenia się. **Osoby, które mają trudności ze zrozumieniem czym jest zysk i jak powstaje, mogą uważać, że każdy zysk pochodzi z „przekrętów”.**

Kiedy czytamy o „wyparowaniu” pieniędzy z giełdy czy z funduszu, jest to wynik wyceny rynkowej spółek – w następstwie obniżenia wartości akcji. Nie można jednak do tego automatycznie dorabiać ideologii o kradzieży, gdyż zazwyczaj jest to związane z nietrafionymi decyzjami o zainwestowaniu środków pieniężnych. Trudno przecież oczekiwać, by na rynku kapitałowym ciągle sukcesy odnosili niedoświadczeni inwestorzy.

Linie obrony przed manipulacjami

Pierwszą linię obrony przed manipulacjami giełdowymi stanowi **penalizacja przestępstw** w tym obszarze. Nasilenie się żądań zaostrzenia penalizacji szkodliwych dla rynku zachowań jest z reguły następstwem spektakularnych przypadków manipulacji, które stawiają innych uczestników rynku giełdowego w gorszej sytuacji. Niestety dotychczasowe doświadczenia w tym zakresie nie napawają optymizmem. Trudność polega przede wszystkim na tym, że ciąg zdarzeń w procesie manipulacji musi mieć znamiona przestępstwa, a sąd wszelkie wątpliwości tłumaczy są na korzyść podejrzanego. Poszlaki, nawet jeżeli tworzą logiczny ciąg wskazujący na pewność popełnienia przestępstwa, nie zawsze są brane przez sąd pod uwagę. Mocne dowody to m.in. nagrania rozmów, ale z takimi dowodami mamy do czynienia niezwykle rzadko. Często zdarza się więc, że przestępstwo wykryte nie zostaje ukarane.

W latach 2000-2010 KNF złożyła 90 zaawizowań o podejrzeniu manipulacji kursem, natomiast wyroków skazujących za to przestępstwo zapadło 31¹². Sądy uważają, że są to sprawy skomplikowane, wymagające specyficznej wiedzy. Rozpatrując je skupiają się na trudnej do zmierzenia szkodzie materialnej, a nie na samej szkodliwości czynu. Z kolei postulat resortu skarbu do ministerstwa sprawiedliwości o powołanie wyspecjalizowanego sądu został odrzucony, z uwagi na niewielką liczbę spraw tego typu. Znamienne także, że **liczbę biegłych na polskim rynku kapitałowym szacuje się na 2-4 osoby**, więc ryzyko powołania biegłego ze środowiska zbliżonego do podejrzanych jest duże.

Często sprawy tego typu są umarzane lub karane niewysoką grzywną, rzadko karą więzienia w zawieszeniu. W wielu sprawach widoczny jest u sędziów, prokuratorów czy nawet biegłych brak właściwego przygotowania¹³. Na pewno wsparcia merytorycznego mogłyby organom ścigania i sądom udzielić takie organizacje, jak m.in. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Jednak po 20 latach funkcjonowania giełdy stwierdzenie, że wymiar sprawiedliwości nie radzi sobie z przestępstwami giełdowymi i nadal porusza się po obszarach zupełnie mu nieznanymi – powinno być całkowicie nieuprawnione. W końcu przestępstwa, o których mowa w niniejszym artykule, są znacznie mniej skomplikowane niż np. transakcje takimi instrumentami jak opcje¹⁴.

Drugą linię obrony przed manipulacjami giełdowymi stanowią **organy nadzorujące rynek**. Czy są one dobrze przygotowane do tego zadania? KNF monitoruje przepływ informacji i większe transakcje zawierane na

¹² D.Tokarz, *Manipulacja do trybunału*, Puls Biznesu z 22.02.2011.

¹³ M. Graniszewska, *Giełdowi krętacze mogą spać spokojnie*, Puls Biznesu z 13.04.2011.

¹⁴ Patrz W. Wąsowski, *Unikłami w opcje walutowe*, Przegląd Corporate Governance nr 1/2009.

giełdzie. Pomocne są w takich przypadkach inteligentne systemy informatyczne, sygnalizujące pojawienie się w obrocie transakcji odbiegających od normy. W przypadku podejrzeń, komisja uruchamia procedury sprawdzające. Identyfikuje strony podejrzanych transakcji, osoby, które odniosły korzyści w niejasnych okolicznościach, jak również osoby, które miały dostęp do informacji poufnych.

Transakcje na rynku giełdowym zawsze pozostawiają ślad w postaci rozliczenia transakcji. Skomplikowane może być odkrycie powiązań. Jeśli są jednak wystarczające powody, KNF zawiadamia prokuraturę o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Wykrycie przestępstw polegających na wykorzystywaniu poufnych informacji jest bardzo trudne i pracochłonne. Wymaga drobiazgowej analizy rachunków i rozliczeń giełdowych. Trudno jest zgromadzić wystarczający materiał dowodowy, więc większość spraw ma charakter poszlakowy.

Ważną dla rynku rolę odgrywa działalność edukacyjna KNF, realizowana poprzez seminaria szkoleniowe, publikowanie na stronie internetowej analiz i raportów, czy działalność w postaci ostrzeżeń publicznych. Warto odnotować, że Urząd KNF wydał w tym roku ważny dokument pn. „Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego”, będący zbiorem postulatów i wytycznych, których realizacja przyczyni się do zwiększenia przejrzystości działań na rynku, a w konsekwencji do umocnienia zaufania inwestorów i bezpieczeństwa ich inwestycji.

Następną linią obrony przed manipulacjami są **dokumenty dobrych praktyk** spółek giełdowych. Ważnym celem zawartych w nich postanowień jest propagowanie określonego modelu ładu korporacyjnego oraz podnoszenie standardów postępowania spółek – co sprzyja większej przejrzystości informacyjnej, zapewnia lepszą jakość w komunikowaniu się z inwe-

storami oraz wzmacnia prawa akcjonariuszy. Nawoływanie do zachowań etycznych to jedna strona tych zasad, drugą jest definiowanie tego, co nieetyczne, gdyż graczom giełdowym niektóre operacje słabo się kojarzą z przestępstwem.

Ważną linią obrony przed manipulacjami giełdowymi są **media**. Dziennikarze, podobnie jak analitycy, żyją z komentowania tego co się zdarzyło, zdarza i może zdarzyć. Z uwagi na ochronę dobrego imienia, nawet w sytuacji uprawdopodobnionego nadużycia, publikacje mogą zawierać tylko określenia sugerujące ostrożność czy dystans wobec niektórych danych raportów czy sprawozdań. Nie mogą zaś zawierać ostrzeżeń czy też formułowanego wprost braku wiary w powodzenie spółki.

Oszustem wg doktryny prawnej jest tylko ten, kto został skazany prawomocnym wyrokiem. Wypowiadający się publicznie na temat oszustw mogą być skutecznie do tego zniechęceni perspektywą procesu sądowego. Nie przypadkiem więc np. w Wielkiej Brytanii dziennikarze używają specjalnych eufemizmów w celu ostrzeżenia potencjalnych inwestorów: „rachunkowość spółki prowadzona jest tak, jakby miała działać wiecznie”, „akcje tej spółki to nie papiery dla wdów i sierot”, „trudno przegonić firmę w wydawaniu pieniędzy”. Jest to reakcja na rygorystycznie przestrzegane przepisy o ochronie dobrego imienia.

Rola mediów w rozpowszechnianiu informacji o nadużyciach rośnie. Dziennikarze kontaktujący się z wieloma osobami – przedstawicielami spółek, pracownikami nadzoru, itp. – nawet na podstawie strzępów informacji mogą wyrobić sobie zdanie o kondycji jednostki. Jeżeli jest źle, to na pewno stworzą atrakcyjny materiał, bo na takie jest największy popyt w czasach gdy sensacyjność wiadomości decyduje o nakładach tytułów prasowych. Zwłaszcza jeśli taka wiadomość dotyczy wielkich firm, czołowych audytorów i dużych kwot.

Media mogą jednak czasami działać na szkodę inwestorów – np. bezkrytycznie lansując osobników w rodzaju Madoffa czy Stanforda. W takich przypadkach media ponoszą część odpowiedzialności za zaufanie, jakim klienci obdarzyli hochsztaplerów¹⁵.

Odpowiedzialność karna

Penalizowanie określonych zachowań przyczynia się do zapewnienia sprawnego i uczciwego funkcjonowania publicznego obrotu. Dlatego jest przedmiotem zainteresowania organów ustawodawczych w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych. Tak jest i w Polsce, gdzie penalizacja zachowań, które godzą w interes uczestników rynku określona została w Kodeksie karnym¹⁶ i w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁷.

¹⁵ W. Roszkowski, *Zaufanie sztucznie kreowane*, Rzeczpospolita z 29.06.2009.

¹⁶ Art. 311. Kto, w dokumentacji związanej z obrotem papierami wartościowymi, rozpowszechnia nieprawdziwe informacje lub przemilcza informacje o stanie majątkowym oferenta, mające istotne znaczenie dla nabycia, zbycia papierów wartościowych, podwyższenia albo obniżenia wkładu, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3.

¹⁷ Art. 174. 1. Kto, będąc odpowiedzialnym za informacje zawarte w prospekcie lub inne informacje związane z wprowadzaniem papierów wartościowych do publicznego obrotu lub informacje, o których mowa w art. 81 ust. 1, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do 5 lat i grzywny do 5.000.000 zł.

2. Tej samej karze podlega, kto dopuszcza się czynu określonego w ust. 1, działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nie posiadającej osobowości prawnej.

Art. 175. Kto, będąc obowiązany do zachowania tajemnicy zawodowej, ujawnia lub wykorzystuje w obrocie papierami wartościowymi informacje stanowiące tajemnicę zawodową, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3 i grzywny do 1.000.000 zł.

Art. 176. 1. Kto w obrocie papierami wartościowymi ujawnia informację poufną, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3 i grzywny do 1.000.000 zł.

Przepisom o manipulacji sąd zarzucił nieprecyzyjność i nieokreśloność. Sąd uważa, że KNF nie określiła co to są „przyjęte praktyki rynkowe”, zaś brak takiej definicji „uniemożliwia w sposób pewny i jednoznaczny dokonanie rekonstrukcji normy prawno karnej”. Zdaniem KNF, wspomaganie obrotu na danym instrumencie przez animatora rynku jest działaniem uprawnionym, natomiast **działania wyłącznie w celu odniesienia indywidualnych korzyści przez inwestora nie można uznać za przyjętą praktykę wyłączającą odpowiedzialność**. W konkretnej sprawie sąd nie był w stanie rozstrzygnąć czy składający w krótkim czasie kilka tysięcy zleceń kupna i sprzedaży akcji manipulował kursem akcji. W efekcie Trybunał Konstytucyjny ma rozstrzygnąć czy przepis został sformułowany w sposób wystarczająco precyzyjny.

Część naruszeń prawa na rynku finansowym uznana została za delikty administracyjne. W takich przypadkach KNF może nakładać kary pieniężne, czy zawieszać lub odbierać licencje. Prawo administracyjne jest szybsze i przeniesienie do niego części spraw dotyczących manipulacji giełdowych dałoby zapewne lepsze efekty. W praktyce kary nakładane są na spółkę, zamiast na odpowiedzialnych np. za nieprzestrzeżenie obowiązków informacyjnych członków zarządu. Akcjonariusz jest więc poszkodowany podwójnie: ceną akcji i dywidendą.

Dla porządku dodajmy, że manipulacje giełdowe nie są jedynymi rodzajami przestępstw giełdowych. Do nich należy także

2. Kto w obrocie papierami wartościowymi wykorzystuje informację poufną, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5 i grzywny do 5.000.000 zł.

Art. 177. 1. Kto sam lub w porozumieniu powoduje sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny papierów wartościowych, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3 i grzywny do 5.000.000 zł.

2. Kto wchodzi w porozumienie mające na celu sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny papierów wartościowych, podlega karze grzywny do 5.000.000 zł.

m.in. prowadzenie działalności maklerskiej bez zgody KNF i nie powiadamianie o przekroczeniu przez inwestora kolejnych progów koncentracji.

* * *

W przypadku manipulacji giełdowych nieuchronność kary jest – jak się wydaje – ważniejsza niż jej wysokość. Dotkliwe dla delikwenta jest już samo przekazanie komunikatu, że pójście na skróty nie popłaca i w ostatecznym rachunku zawsze się traci reputację, dostęp do niektórych zawodów, czy też możliwości biznesowe – z osobą nieuczciwą nikt nie będzie bowiem zawierał umów.

Ważnym dla opinii publicznej jest przekazanie informacji, że manipulant pozbawiony został owoców przestępstwa, a grożąca mu kara nie pozwoli mu na poczucie bezkarności. Trzeba jednak zdawać sobie sprawę z tego, że mogą istnieć przypadki manipulacji, które nigdy nie zostaną ujawnione. Odpowiednio wyedukowana i zmotywowana osoba uczestnicząca w tym procederze może umiejętnie zatrzeć

ślady. Trudno się z tym pogodzić, niemniej należy zauważyć, że sprawców szeregu ciężkich przestępstw kryminalnych także nigdy nie wykryto...

Niektórzy manipulatorzy giełdowi usprawiedliwiają się przywołując zasadę prawa rzymskiego *caveat emptor* (niech kupujący się strzeże) lub zasadę „większego głupca”, która głosi, że cena dowolnego towaru może rosnąć w nieskończoność, dopóki nie znajdzie się ktoś gotów zapłacić za ten towar jeszcze więcej. **Rynek jednak może rozwijać się tylko wtedy, gdy jego uczestnicy wierzą, że obowiązują na nim i są przestrzegane uczciwe, sprawiedliwe zasady, a regulacje nie są ułomne.** Wtedy mechanizm rynkowy działa prawidłowo.

Autor jest biegłym rewidentem, publicystą, autorem książki „Kreatywna rachunkowość”.

wlodzimierz.wasowski@pkin.pl