

*Jakub Kwieciński*

Wydział Prawa i Administracji  
Uniwersytet Warszawski

## **Przestępstwo manipulacji na rynku kapitałowym w świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i prawa wspólnotowego**

---

### **Streszczenie**

Celem artykułu jest omówienie zagadnienia prawnokarnej ochrony uczestników rynku kapitałowego. W opracowaniu dokonano analizy przepisów prawa krajowego, mających na celu zapewnienie tej ochrony, na tle rozwiązań unijnych. Kompleksowej analizie poddano przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i rozporządzenia MAR w zakresie manipulacji instrumentami finansowymi. Przestępstwo manipulacji stanowi najpoważniejszą kategorię naruszeń prawa na rynku kapitałowym. Prowadzi do ponoszenia przez uczestników rynku strat finansowych, a w rezultacie do utraty zaufania do tego rynku przez pozostałych inwestorów.

**Słowa kluczowe:** manipulacja instrumentami finansowymi, spekulacja, rynek kapitałowy, rozporządzenie MAR

**Kody klasyfikacji JEL:** G18, K22

---

## 1. Wprowadzenie

Rynek kapitałowy należy, obok sektora bankowego, do najważniejszych elementów systemu finansowego i podlega szczególnej ochronie. Sprawnie działający, stabilny i zrównoważony system finansowy odgrywa kluczową rolę w gospodarce każdego kraju, umożliwia jej rozwój, a w konsekwencji wpływa na poprawę zamożności społeczeństwa. Jego destabilizacja może zaburzyć równowagę tej gospodarki. Zapewnienie stabilności systemu finansowego należy do organów państwa, którym zostały powierzone funkcje nadzorcze.

Najważniejszym elementem rynku kapitałowego jest giełda papierów wartościowych, która z jednej strony stanowi miejsce pozyskiwania przez firmy kapitału niezbędnego do dalszego rozwoju, z drugiej zaś umożliwia inwestorom efektywne lokowanie środków finansowych. Z punktu widzenia uczestników rynku kapitałowego na ocenę atrakcyjności giełdy wpływa przede wszystkim jej przejrzystość oraz bezpieczeństwo inwestycji. W praktyce oznacza to, że wszyscy uczestnicy rynku powinni mieć równe prawa w zakresie dostępu do informacji rynkowych, ponieważ informacje te mają istotny wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne. Wszelkie informacje dotyczące nieprawidłowości występujących w obrocie publicznym wpływają niekorzystnie na poziom zaufania do rynku kapitałowego. Utrata zaufania zniechęca uczestników rynku do inwestowania na nim, a w konsekwencji prowadzi do wycofywania kapitału i poszukiwania innych, bezpieczniejszych form lokowania środków finansowych.

Obserwowany w ostatnich latach bardzo dynamiczny rozkwit rynków finansowych związany jest z ekspansją nowoczesnych technologii, które sprzyjają wprowadzaniu nowych typów instrumentów finansowych. Wobec ich szybkiego rozwoju zapewnienie bezpieczeństwa inwestowanych środków wymaga skutecznej ochrony inwestorów przed uczestnikami dopuszczającymi się nadużyć.

W opracowaniu przedstawiono podstawowe akty prawne Unii Europejskiej, dotyczące ochrony uczestników rynku kapitałowego w ujęciu historycznym, a także omówiono korespondujące z nimi zmiany uregulowań krajowych, dokonując przy tym analizy obowiązujących przepisów prawa polskiego i unijnego przy wykorzystaniu metody formalno-dogmatycznej i prawnoporównawczej. Analiza tych przepisów pozwoliła na sformułowanie pewnych ocen i wskazanie nieadekwatności niektórych przepisów prawa unijnego, zwłaszcza odnoszących się do wysokości sankcji administracyjnych.

Z punktu widzenia uczestników manipulacje na rynku kapitałowym stanowią, obok wykorzystania informacji poufnych, najgroźniejszą kategorię nadużyć i przyczyniają się do ponoszenia przez inwestorów poważnych strat finansowych oraz do utraty zaufania do rynku [Błachnio-Parzych, 2011, s. 199].

Pojęcie „manipulacja” stosowane jest w języku polskim w dwojakim znaczeniu. Po pierwsze do oznaczenia „czynności wykonywanej rękoma, wymagającej zręczności i umiejętności” [Długosz-Kurczabowa, 2005, s. 322]. W drugim, szerszym znaczeniu wyraz manipulacja

oznacza „kierowanie inną osobą bez jej wiedzy, posługiwanie się nią dla osiągnięcia określonych celów”, jak również „posługiwanie się faktami, danymi, informacjami w sposób nieuczciwy w celu zdobycia określonego wpływu na sposób myślenia i zachowania ludzi” [Długosz-Kurczabowa, 2005, s. 323].

„Słownik języka polskiego” pod redakcją S. Dubisza określa manipulację także jako „wykorzystanie jakichś okoliczności, naginanie lub przeinaczanie faktów w celu udowodnienia swoich racji lub wpływania na cudze poglądy, zachowania, nastroje dla osiągnięcia własnych celów” [Dubisz, 2018, s. 790]. W słowniku pod redakcją M. Bańki wyraz „manipulacja” zdefiniowano jeszcze precyzyjniej, wskazując, że jest to „podstępne wykorzystanie okoliczności, naginanie bądź przeinaczanie faktów lub danych w celu zdobycia wpływu na czyjeś poglądy, zachowania i nastroje dla osiągnięcia własnych korzyści” [Bańko, 2014, s. 783].

Zasadniczo pojęcie „manipulacja” ma zdecydowanie negatywny wydźwięk. Jest to rodzaj nadużycia, a nawet oszustwa polegającego na ukryciu, przemilczeniu lub zatajeniu istotnych faktów w celu świadomego wprowadzenia drugiej osoby w błąd.

## **2. Ewolucja rozwiązań w zakresie manipulacji na rynku kapitałowym**

### **2.1. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r.**

Wejście w życie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (dalej: p.p.o.p.w.f.p.) [Dz.U. 1991 nr 35, poz. 155 ze zm.] stworzyło podstawy prawne do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Ustawodawca w pierwszym etapie prac nad projektem ustawy skupił się na organizacyjnej stronie przedsięwzięcia, tj. uregulowaniu zasad działania rynku papierów wartościowych oraz powołaniu podmiotów odpowiedzialnych za prawidłowe funkcjonowanie giełdy – Komisji Papierów Wartościowych i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie [Jędrzejczak, 1991, s. 3]. Przepisy ustawy w bardzo ograniczonym zakresie zapewniały ochronę interesów inwestorów oraz zajmowały się kwestią odpowiedzialności karnej za nadużycia na rynku kapitałowym.

Początkowo ustawa p.p.o.p.w.f.p. penalizowała jedynie wykorzystanie informacji stanowiących tajemnicę zawodową oraz informacji poufnych. W pierwotnym kształcie przewidywała sankcje karne w art. 119 § 1 i § 2, w świetle którego odpowiedzialności karnej podlegał zarówno makler, który ujawniał informację stanowiącą tajemnicę zawodową (kara pozbawienia wolności do lat 3), jak i osoba wykorzystująca informacje poufne (przestępstwo to było zagrożone karą pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5).

Ustawa była wielokrotnie nowelizowana w celu dostosowania jej do szybko zmieniającego się rynku papierów wartościowych. Jednak analiza przepisów zmieniających ustawę p.p.o.p.w.f.p. pozwala przypuszczać, że ustawodawca w pierwszych latach funkcjonowania

giełdy nie był przekonany o konieczności wprowadzenia zbyt restrykcyjnych sankcji karnych za nadużycia na rynku papierów wartościowych [Kuciński, 2000, s. 64]. Dlatego w pierwotnej wersji ustawa nie kryminalizowała samej manipulacji. W art. 64 ust. 3 wprowadzono jedynie ogólną normę zakazującą porozumień mających na celu sztuczne podwyższanie lub obniżanie ceny papierów wartościowych.

Funkcjonowanie giełdy papierów wartościowych w kolejnych latach pokazało jednak, że egzekwowanie etycznych zachowań wśród uczestników rynku było niemożliwe bez wprowadzenia sankcji karnych za nadużycia.

Kolejne zmiany ustawy p.p.o.p.w.f.p. doprowadziły do spenalizowania nowej formy przestępstwa, jaką była manipulacja ceną papierów wartościowych. Przepis art. 119 b ustawy przewidywał dla sprawcy manipulacji karę pozbawienia wolności do 3 lat i karę grzywny do 5 mln zł. Dla sprawcy, który działał w porozumieniu z inną osobą, przewidziana była kara grzywny do 5 mln zł [Dz.U. 1994 nr 4, poz. 17]. Celem wprowadzenia nowego przepisu było przeciwdziałanie coraz częstszemu wśród uczestników rynku nieetycznym zachowaniom, polegającym na manipulowaniu walorami spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

Pomimo wielu niedociągnięć, ustawa z 1991 r. stworzyła prawno-instytucjonalne podstawy funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce i umożliwiła bardzo dynamiczny rozwój giełdy papierów wartościowych w kolejnych latach.

## **2.2. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r.**

Dynamiczny rozwój rynków finansowych, związany z wprowadzaniem nowych technologii i instrumentów finansowych, sprawił, że konieczne stało się wprowadzenie nowych regulacji, które odpowiadałyby potrzebom szybko zmieniającego się rynku kapitałowego. Nowe zasady jego funkcjonowania zostały uregulowane w 1997 r. w dwóch odrębnych ustawach, tj. Ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (dalej: p.p.o.p.w.) [Dz.U. 1997 nr 118, poz. 754 ze zm.] i ustawie o funduszach inwestycyjnych [Dz.U. 1997 nr 139, poz. 933 ze zm.].

Najważniejsze zmiany w ustawie p.p.o.p.w. w zakresie manipulacji wprowadzone zostały jednak dopiero w 2004 r. [Dz.U. 2004 nr 64, poz. 594 ze zm.]. Wynikały one z konieczności dostosowania prawa krajowego w zakresie funkcjonowania i organizacji rynku kapitałowego do wymogów prawa wspólnotowego w związku z przystąpieniem Polski do UE [Błachnio-Parzych, 2011, s. 54], w szczególności implementacji dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), tzw. dyrektywy MAD [Dz. Urz. UE L 2003.96.16]. W uzasadnieniu do projektu ustawy nowelizacyjnej z 2004 r. ustawodawca krajowy wskazał, że „projekt nowelizacji poza zmianami i uzupełnieniami wynikającymi z konieczności

zapewnienia zgodności z prawem wspólnotowym przez pełniejszą implementację dyrektyw UE zawiera zmiany i uzupełnienia służące zwiększeniu efektywności nadzoru i egzekwowania prawa na rynku kapitałowym, zgodnie z dyrektywą MAD<sup>1</sup>. Najważniejszą zmianą było wprowadzenie po raz pierwszy do polskiego porządku prawnego pojęcia manipulacji instrumentem finansowym. W art. 97 ustawy p.p.o.p.w. wprowadzono szczegółowy katalog zakazanych zachowań uznanych za manipulację. Poza zachowaniami mającymi znamiona klasycznej manipulacji, unormowanymi w art. 97 ust. 2 pkt. 1–3, ustawodawca w pkt. 4 wprowadził do porządku prawnego tzw. manipulację informacyjną, definiowaną „jako rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu, w tym Internetu, lub w inny sposób nieprawdziwych lub wprowadzających w błąd informacji dotyczących emitenta lub instrumentu finansowego, które mogą mieć wpływ na cenę lub wartość instrumentu finansowego” [Dz.U. 2004 nr 64, poz. 594 ze zm.].

Nowelizacja ustawy p.p.o.p.w. z 2004 r. wprowadziła zaostrzone sankcje karne za przestępstwo manipulacji na rynku. Przepis art. 177 ustawy przewidywał dla sprawcy manipulacji karę grzywny do 5 mln zł lub karę pozbawienia wolności od 3 miesięcy do 5 lat albo możliwość wymierzenia obu kar łącznie. W przypadku działania sprawcy w porozumieniu z inną osobą podlegał on karze grzywny do 5 mln zł lub karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 8, albo obu karom łącznie<sup>2</sup>.

### 2.3. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r.

Ważnym etapem w rozwoju polskiego rynku kapitałowego było uchwalenie 29 lipca 2005 r. pakietu trzech ustaw: ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: u.o.i.f) [Dz.U. 2005 nr 183, poz. 1538 ze zm.], ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym [Dz.U. 2005 nr 183, poz. 1537 ze zm.] oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych [Dz.U. 2005 nr 184, poz. 1539 ze zm.]. Regulacje te zastąpiły ustawę Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. [Chłopecki, Dyl, 2017, s. 6]. Ich wprowadzenie wynikało z konieczności ujednoczenia i uporządkowania krajowych przepisów dotyczących rynku kapitałowego oraz dostosowania ich do regulacji obowiązujących w tym zakresie w UE. W odniesieniu do zagadnienia manipulacji instrumentami finansowymi celem u.o.i.f. była implementacja do polskiego prawa przepisów [Błachnio-Parzych, 2011, s. 56]:

- 1) 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), tzw. dyrektywy MAD,

<sup>1</sup> Uzasadnienie do projektu nowelizacji ustawy z 1997 r., s. 4.

<sup>2</sup> Art. 177 zmieniony przez art. 1 pkt 104 ustawy z dnia 12 marca 2004 r. (Dz.U. z 2004 r. nr 64, poz. 594) zmieniającej ustawę z dniem 1 maja 2004 r.

- 2) dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku.

W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi wprowadzono wiele istotnych zmian dotyczących przeciwdziałania nadużyciom na rynku kapitałowym. Po pierwsze, wprowadzono zmiany i uzupełnienia wynikające z konieczności pełnej implementacji przepisów prawa wspólnotowego. Po drugie, dokonano modyfikacji części przepisów w celu doprecyzowania niektórych definicji i zapewnienia ich spójności z innymi ustawami. Po trzecie, usunięto braki i niejasności stwarzające wątpliwości interpretacyjne w dotychczasowej praktyce stosowania tych przepisów.<sup>3</sup> Generalnie nowe regulacje zmierzały w kierunku ograniczenia naruszeń prawa, zapewnienia bezpieczeństwa obrotu oraz zwiększenia zaufania inwestorów do giełdy papierów wartościowych<sup>4</sup>.

## 2.4. Przestępstwo manipulacji instrumentem finansowym z art. 183 u.o.i.f.

W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi przestępstwo manipulacji zostało spenalizowane w art. 183. W przepisie tym ustawodawca odsyłał do art. 39 ust. 2 u.o.i.f., w którym został określony katalog zakazanych zachowań stanowiących manipulację. Ustawodawca wprowadził osiem typów zachowań manipulacyjnych, znanych z wcześniejszej ustawy p.p.o.p.w., dokonując ich niewielkiej modyfikacji.

Do zachowań manipulacyjnych wymienionych w art. 39 u.o.i.f. ustawodawca zaliczał:

- 1) składanie zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego (ust. 2 pkt 1),
- 2) składanie zleceń lub zawieranie transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny instrumentów finansowych (ust. 2 pkt 2),
- 3) składanie zleceń lub zawieranie transakcji, z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna (ust. 2 pkt 3),
- 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 (ust. 2 pkt 4),
- 5) składanie zleceń lub zawieranie transakcji przy jednoczesnym wprowadzeniu uczestników rynku w błąd albo wykorzystanie ich błędu, co do ceny instrumentów finansowych (ust. 2 pkt 5),

<sup>3</sup> Uzasadnienie do poselskiego projektu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1538), druk nr 3982, s. 3.

<sup>4</sup> Ibidem, s. 32



- 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 (ust. 2 pkt 6),
- 7) nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań, powodujące wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań (ust. 2 pkt 7),
- 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 (ust. 2 pkt 8).

W przypadku zachowań określonych w art. 39 ust. 2 pkt. 1 i 2 do oceny działań sprawcy niezbędne było wyjaśnienie intencji, jakimi kierował się przy składaniu lub zawieraniu transakcji oraz określenie skutków tych działań dla innych uczestników rynku [Róg, Wierzbowski, 2018]. Jednocześnie dla ww. zachowań ustawodawca przewidywał okoliczność wyłączającą bezprawność czynu, w przypadku jeśli podejmowane działania w postaci złożenia zlecenia lub zawarcia transakcji były uprawnione i nie naruszały przyjętych praktyk rynkowych. Przepis art. 39 ust. 2 pkt 3 zakazywał składania zleceń i zawierania transakcji, które w rzeczywistości nie powodowały przeniesienia własności instrumentu finansowego [Wierzbowski, Sobolewski, Wajda, 2014, s. 715]. Działania takie nosiły charakter czynności pozornych [Korn, 2012, s. 44].

W przypadku manipulacji informacyjnej, polegającej na rozpowszechnianiu w mediach elektronicznych fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzały lub mogły wprowadzać w błąd uczestników rynku w zakresie instrumentów finansowych, ustawodawca uzależnił odpowiedzialność od charakteru tych informacji. Przepis ten przewidywał, że odpowiedzialność ponosił dziennikarz, który nie działał z zachowaniem należytej staranności zawodowej, a także gdy takiej staranności dochował, lecz uzyskał z rozpowszechniania fałszywych lub nierzetelnych informacji korzyść majątkową lub osobistą. Osoba niebędąca dziennikarzem ponosiła odpowiedzialność za manipulację, jeżeli wiedziała lub przy dołożeniu należytej staranności mogła się dowiedzieć, że są to informacje nieprawdziwe bądź wprowadzające w błąd.

Za zachowania sprawcy określone w art. 39 ust. 2 pkt. 1–3, pkt 4 lit. a), pkt 5–7 w myśl art. 183 ust. 1 ww. ustawy groziły sankcje karne w postaci kary grzywny do 5 mln zł, kary pozbawienia wolności od 3 miesięcy do 5 lat lub obu kar łącznie. Dodatkowo w ust. 2 tego przepisu przewidziano, że karze grzywny do 2 mln zł podlegała osoba, która wchodziła w porozumienie z inną osobą dokonującą manipulacji. Za delikt administracyjny ustawodawca uznał zachowania określone w art. 39 ust. 2 pkt 4 lit. b oraz w pkt. 8 u.o.i.f.

Ponadto w art. 39 ust. 3 u.o.i.f. ustawodawca wymieniał zachowania, które nie stanowiły manipulacji. Zaliczył do nich zarówno transakcje nabywania akcji własnych przez spółkę publiczną, podmiot działający na jej rachunek lub w jej imieniu, jak również transakcje

nabywania instrumentów finansowych w celu stabilizacji ich ceny w obrocie na rynku regulowanym, pod warunkiem, że odbywało się to na warunkach określonych w przepisach prawa wspólnotowego [Dz. Urz. UE L 2003.336.33]. Ponadto do manipulacji nie były zaliczane transakcje w zakresie realizowania polityki pieniężnej, prowadzenia polityki dewizowej państwa, jak również zarządzania długiem publicznym przez osoby reprezentujące organy i instytucje państwowe w zakresie powierzonych im ustawowych zadań.

Definicja manipulacji wprowadzona w art. 39 ustawy u.o.i.f. była częściowo odmienna od treści przepisów dyrektywy MAD. Wynikało to z faktu, że określone przez polskiego ustawodawcę w art. 39 ust. 2 pkt. 5–8 zachowania manipulacyjne zawierały się w zachowaniach wymienionych w art. 39 ust. 2 pkt. 1–4 [Regucki, 2016, s. 35]. Ustawodawca krajowy, dokonując błędnej interpretacji przepisów dyrektywy MAD, wprowadził dodatkowy, szerszy katalog zachowań manipulacyjnych, niż wymagały tego przepisy prawa wspólnotowego. Nietrafnie przyjął, że wymienione w art. 1 ust. 2 tiret pierwsze, drugie i trzecie dyrektywy MAD przykłady zachowań manipulacyjnych stanowią dodatkowy katalog zakazanych działań wskazanych przez ustawodawcę unijnego, przez co wymagają osobnego uregulowania [Królikowski, 2016, s. 152]. Wskutek błędnego skonstruowania definicji manipulacji przepis art. 39 u.o.i.f. regulującego to zagadnienie został uchylony przez art. 1 pkt 9 Ustawy z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw [Dz.U. 2017 poz. 724].

Derogacja przepisów art. 39 u.o.i.f. była konsekwencją wejścia w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (MAR). Po uchyleniu art. 39 u.o.i.f. przepis art. 183 tej ustawy penalizujący zachowanie polegające na manipulacji ma charakter blankietowy, tzn. nie zawiera samoistnej definicji zakazanego zachowania, lecz odwołuje się wprost do rozporządzenia MAR<sup>5</sup>.

### **3. Ewolucja regulacji prawa wspólnotowego w zakresie manipulacji instrumentem finansowym i jej wpływ na rozwój polskiego prawa**

W związku z przyjęciem przez Parlament Europejski oraz Radę dyrektywy 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), tzw. dyrektywa MAD II) [Dz. Urz. UE L 2014.173.179] pojawiła się konieczność dostosowania przepisów polskiego prawa, w tym ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, do prawa wspólnotowego. Dyrektywa nakłada na państwa

---

<sup>5</sup> Przepis ten otrzymał następujące brzmienie: „1. Kto wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 15 rozporządzenia 596/2014, dokonuje manipulacji, o której mowa w art. 12 tego rozporządzenia, podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie. 2. Kto wchodzi w porozumienie z inną osobą mającą na celu manipulację, o której mowa w art. 12 rozporządzenia 596/2014, podlega grzywnie do 2 000 000 zł”.



członkowskie UE obowiązek wprowadzenia do prawa krajowego sankcji karnych zarówno wobec osób fizycznych, jak i osób prawnych za wszelkiego rodzaju naruszenia przepisów prawa przewidziane w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku, tzw. rozporządzenie MAR) [Dz. Urz. UE L 2014.173.1].

Nowe regulacje, tj. dyrektywa MAD II oraz rozporządzenie MAR, zastąpiły poprzednio obowiązującą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) [Dz. Urz. UE L 2003.96.16].

Rozporządzenie MAR weszło w życie 2 lipca 2014 r., jednak ustawodawca unijny wprowadził dwuletnie *vacatio legis* dla części przepisów wymagających – ze względu na długi proces legislacyjny – dłuższego czasu na ich wprowadzenie do prawa krajowego.

Wprowadzając dyrektywę MAD II, prawodawca unijny zdecydował, że będzie ona w sposób ogólny regulowała kwestie nadużyć na rynku finansowym, tj. przestępstwo manipulacji na rynku oraz wykorzystania informacji poufnych. W przypadku manipulacji ustawodawca unijny pozostawił ustawodawcy krajowemu dużą swobodę w określaniu wysokości kary pozbawienia wolności. Przepisy dyrektywy MAD II wprowadzają tylko minimalne wymogi w zakresie stosowania sankcji karnych<sup>6</sup>, które państwa członkowskie powinny wprowadzić. Jeśli jednak uznają, że są one niewystarczające, to mogą stosować w prawie krajowym bardziej rygorystyczne przepisy.

Szczegółowe rozwiązania zostały wprowadzone w art. 12 rozporządzenia MAR, w którym zdefiniowano manipulację na rynku oraz określono działania wypełniające jej znamiona. Rozporządzenie MAR nie wymaga implementacji do przepisów krajowych, ponieważ jest aktem nadrzędnym względem regulacji krajowych, obowiązującym bezpośrednio. W przypadku kolizji przepisów prawa krajowego z przepisami rozporządzenia MAR stosuje się rozporządzenie MAR. Przepis art. 12 należy rozpatrywać razem z normą zawartą w art. 15 rozporządzenia MAR, która sankcjonuje zakaz manipulacji na rynku [Królikowski, 2016, s. 151]. Przestępczym działaniem jest przy tym nie tylko dokonanie manipulacji, lecz także jego usiłowanie, choćby zakończyło się niepowodzeniem [Stokłosa, Syp, 2017, s. 179].

### 3.1. Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym w świetle obowiązującego prawa unijnego

Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym jest przedmiotem licznych polemik i sporów. Jej precyzyjne zdefiniowanie przysparza wielu trudności ze względu na kwalifikowanie pewnych działań jako dopuszczalnych bądź zakazanych, w zależności od przesłanek,

<sup>6</sup> Art. 7 ust. 2 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa MAD II).

którymi kieruje się sprawca w momencie dokonania lub usiłowania dokonania manipulacji. W piśmiennictwie pojęcie manipulacji instrumentami finansowymi nie zostało dotychczas jednolicie zdefiniowane. Niezwykle trudno bowiem je zdefiniować tak, aby w sposób wyczerpujący i jednoznaczny opisać wszystkie występujące na rynku finansowym rodzaje zachowań tego typu. Najogólniej manipulację na rynku finansowym można określić jako wywieranie wpływu na osobę lub grupę osób przez takie działania, by podmiot poddawany manipulacji nie był świadomy stosowanych wobec niego technik oddziałujących na podejmowane przez niego decyzje inwestycyjne [Stokłosa, Syp, 2017, s. 26].

W piśmiennictwie prezentowanych jest kilka rodzajów klasyfikacji zachowań manipulacyjnych. Zasadniczo wyróżniamy manipulacje transakcyjne i informacyjne. Manipulacja transakcyjna polega na dokonaniu transakcji na rynku w taki sposób, że wprowadza ona innych inwestorów w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu. Manipulacja informacyjna polega zaś na rozpowszechnieniu nieprawdziwych lub fałszywych informacji, których celem jest wprowadzenie uczestników rynku w błąd co do podaży, popytu lub ceny instrumentu finansowego bądź spowodowanie, że cena utrzyma się na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Informacje te mogą dotyczyć zarówno emitenta, jak i samego instrumentu [Martysz, 2015, s. 162–163].

Przepis art. 12 rozporządzenia MAR, definiujący istotę manipulacji, został przez ustawodawcę unijnego bardzo precyzyjnie skonstruowany [Królikowski, 2016, s. 153]. Wprowadza on *expressis verbis* cztery rodzaje zachowań manipulacyjnych, w tym dwa zaliczane do transakcyjnych i dwa informacyjne.

Pierwszym rodzajem manipulacji transakcyjnej jest działanie określone w art. 12 ust. 1 lit. a, obejmujące zawieranie transakcji i składanie zleceń, które:

- 1) wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy lub co do ich ceny,
- 2) utrzymują albo mogą utrzymywać cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienaturalnym lub sztucznym poziomie.

Przepis ten przewiduje równocześnie swoistą klauzulę wyłączenia odpowiedzialności, gdy osoba podejmująca ww. działania udowodni, że nastąpiły one z uzasadnionych powodów i są zgodne z przyjętymi praktykami rynkowymi, zawartymi w art. 13 rozporządzenia MAR [Stokłosa, Syp, 2017, s. 154].

Głównym elementem przesądającym o tym, że dane działania mogą być uznane za manipulację, jest weryfikacja dokonanych transakcji lub zleceń składanych przez uczestników rynku. Ustawodawca europejski wskazuje, że do weryfikacji transakcji lub zleceń uczestników rynku należy stosować katalog okoliczności wskazujących na zachowania manipulacyjne, wymienionych w załączniku I lit. A do Rozporządzenia MAR oraz w załączniku II sekcja 1 do Rozporządzenia 2016/522 [Rozporządzenie delegowane Dz.U. UE L 2016.88.1]. Dopiero szczegółowa analiza przeprowadzonych transakcji może przesądzić o zakwalifikowaniu danego zachowania do manipulacji.

Drugim rodzajem działania noszącym znamiona manipulacji jest zachowanie określone w art. 12 ust. 1 lit. b, polegające na zawieraniu transakcji, składaniu zleceń lub innym działaniu lub zachowaniu związanym z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp, wpływającym albo mogącym wpływać na cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych. Aby stwierdzić, że dane transakcje wypełniają znamiona manipulacji, konieczne jest przeanalizowanie okoliczności mogących świadczyć o nieuprawnionych działaniach uczestników rynku wymienionych w załączniku I lit. B do Rozporządzenia MAR oraz w załączniku II sekcja 1 do Rozporządzenia 2016/522 [Rozporządzenie delegowane Dz.U. UE L 2016.88.1]. W pierwszej kolejności należy więc ustalić zależność pomiędzy składanymi przez inwestorów zleceniami lub dokonywanymi przez nich transakcjami a rozpowszechnianymi przez te osoby lub osoby z nimi powiązane fałszywymi informacjami lub informacjami wprowadzającymi w błąd. W przypadku rozpowszechniania błędnych lub nieobiektywnych rekomendacji inwestycyjnych zasadne jest sprawdzenie, czy składane zlecenia lub przeprowadzane transakcje dokonywane są przed czy po sporządzeniu bądź rozpowszechnieniu rekomendacji inwestycyjnych w celu świadomego wprowadzenia w błąd przez osoby, które mają w tym interes [Stokłosa, Syp, 2017, s. 163–164].

Trzecim rodzajem manipulacji jest tzw. manipulacja informacyjna, określona w art. 12 ust. 1 lit. c. Ustawodawca europejski bardzo precyzyjnie definiuje to zachowanie ze względu na dynamiczny rozwój w ostatnich latach mediów elektronicznych i konieczność przeciwdziałania niepożądanym zjawiskom występującym w tym obszarze. Manipulacja informacyjna polega na rozpowszechnianiu za pośrednictwem mediów, w tym Internetu, informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży, popytu lub ceny instrumentu finansowego w celu utrzymania jego kursu na nienaturalnym lub sztucznym poziomie. Ustawodawca europejski za manipulację informacyjną uznaje też rozpowszechnianie plotek, w przypadku gdy osoba je rozpowszechniająca wiedziała lub powinna była wiedzieć, że rozgłaszane przez nią informacje są nieprawdziwe lub wprowadzają w błąd [Stokłosa, Syp, 2017, s. 165]. W stosunku do poprzednich regulacji ustawodawca odszedł od osobnego unormowania kwestii odpowiedzialności dziennikarza za rozpowszechnianie fałszywych lub nierzetelnych informacji.

Najważniejszą zmianą było wprowadzenie w art. 12 ust. 1 lit. d przez ustawodawcę unijnego nowej formy manipulacji opartej na wskaźniku referencyjnym. Manipulację w tym przypadku stanowi przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji lub dostarczanie fałszywych lub wprowadzających w błąd danych dotyczących wskaźnika referencyjnego, jeżeli osoba przekazująca informacje lub dostarczająca dane wiedziała lub powinna była wiedzieć, że są one fałszywe i wprowadzają w błąd. Za ten typ manipulacji uważa się także każde inne podobne zachowanie odnoszące się do obliczania wskaźnika referencyjnego. Wskaźnik referencyjny został szczegółowo zdefiniowany w art. 3 ust. 1 pkt 29 rozporządzenia MAR<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Oznacza „dowolny opublikowany wskaźnik, indeks lub liczbę, udostępniane publicznie lub publikowane, określone okresowo lub regularnie przy zastosowaniu wzoru lub na podstawie wartości jednego lub większej liczby

Obszerne wprowadzenie definicji wskaźnika referencyjnego jest rozwiązaniem korzystnym z punktu widzenia szybko rozwijających się rynków finansowych. Rozwiązuje w sposób kompleksowy problem manipulacji wskaźnikami, na podstawie których są ustalane ceny instrumentów finansowych. Stosowanie wskaźnika referencyjnego jest szczególnie przydatne w przypadku ustalania stóp procentowych na rynku międzybankowym, jak również w przypadku indeksów giełdowych [Regucki, 2016, s. 55].

Oprócz wymienionych wyżej działań ustawodawca europejski dodatkowo wskazał w art. 2 rozporządzenia MAR inne przykłady zachowań, wypełniające znamiona manipulacji. Zaliczył do nich: postępowanie osoby lub grupy osób w celu utrzymania dominującej pozycji w zakresie podaży danego instrumentu finansowego lub popytu na niego; nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na otwarciu lub zamknięciu rynku; składanie zleceń w systemie obrotu, w tym ich anulowanie lub zmiana, za pomocą wszelkich dostępnych metod handlu, w tym środków elektronicznych, takich jak strategie handlu algorytmicznego i handlu wysokiej częstotliwości; wykorzystywanie dostępu do mediów w celu wygłaszania opinii na temat instrumentu finansowego po jego wcześniejszym zakupie.

### 3.2. Typy manipulacji instrumentami finansowymi

Ustawodawca unijny, wprowadzając definicję manipulacji na rynku, w celu dookreślenia zakazu manipulacji, o którym mowa w art. 12 ust. 1 lit. a i b, odsyła do załącznika I rozporządzenia MAR. Jak wspomniano, załącznik ten określa okoliczności wskazujące na zachowania manipulacyjne, pozwalające na weryfikację zdarzeń na rynku związanych z wprowadzeniem w błąd, utrzymaniem cen, stosowaniem fikcyjnych narzędzi lub użyciem podstępów. W przypadku ujawnienia przez organy nadzoru okoliczności wskazujących na zachowania manipulacyjne wskazane w załączniku I niezbędna jest dokładna analiza dokonanych transakcji, pozwalająca na stwierdzenie, czy określone działania mają znamiona manipulacji określonej w art. 12 MAR [Królikowski, 2016, s. 153].

Szczegółowy wykaz praktyk wskazujących na zachowania manipulacyjne został określony przez ustawodawcę unijnego w załączniku II do rozporządzenia 2016/522 [Rozporządzenie delegowane Dz.U. UE L 2016.88]. Ze względu na szeroki katalog zachowań manipulacyjnych zawarty w załączniku II, obejmujący również instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na platformach MTF (ang. *multilateral trading facility*)<sup>8</sup> i OTF (ang. *organized trading faci-*

---

aktywów lub cen bazowych, w tym cen szacunkowych, rzeczywistych lub szacunkowych stóp procentowych lub innych wartości, lub danych z przeprowadzonych badań, w odniesieniu do których określa się kwotę do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego lub wartość instrumentu finansowego”.

<sup>8</sup> Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy MiFID II (Dz.U. UE L 2014.173.349) tzw. wielostronna platforma obrotu jest to system prowadzony przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku, kojarzący wiele deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie – w systemie i zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu.

lity)<sup>9</sup>, a także transakcje na rynku towarowym i innych rynkach niefinansowych, w dalszej części artykułu omówiono najczęściej występujące zachowania manipulacyjne na rynku kapitałowym.

### 3.2.1. Zawyżanie (lub zaniżanie) ceny instrumentu finansowego

Mechanizm pompuj i porzuć (ang. *pump and dump*) polega na zawyżaniu ceny instrumentu finansowego w celu jego późniejszej sprzedaży po osiągnięciu przez inwestora spodziewanego zysku [Regucki, 2016, s. 65]. Pompowanie polega na zawieraniu wielu transakcji kupna, najczęściej w długim okresie, prowadzących do wzrostu ceny danego instrumentu finansowego, który nie ma żadnego uzasadnienia ekonomicznego. Równocześnie w środkach masowego przekazu rozpowszechniane są nieprawdziwe, wprowadzające w błąd pozytywne informacje uwiarygodniające wzrost cen instrumentu finansowego [Jaroszewicz Wojciechowska-Mytych, 2015, s. 11]. W momencie wzrostu wartości danego instrumentu finansowego strona inicjująca pompowanie sprzedaje instrument po zawyżonej cenie, co powoduje gwałtowny spadek jego ceny.

Transakcje *pump and dump* dotyczą z reguły spółek o niskiej kapitalizacji i niskim *free float* (wartość akcji spółki znajdujących się w obiegu). Spółki takie zaliczane są z reguły do tzw. spółek groszowych [Martysz, 2015, s. 194]. Działania polegające na sztucznym podwyższeniu kursu akcji są najłatwiejsze w przypadku spółek, których dzienne obroty akcjami są na minimalnym poziomie. Dzięki temu osoby dysponujące stosunkowo niewielkim kapitałem mogą wpływać na ceny akcji, doprowadzając do ich znacznego wzrostu.

Przykładem spółki groszowej, której akcje podlegały klasycznemu schematowi *pump and dump*, jest spółka FTI Profit, notowana na rynku NewConnect. Spółka zadebiutowała na NewConnect w kwietniu 2018 r. Jej największym akcjonariuszem była spółka Minos, autoryzowany doradca na NewConnect i Catalyst. W dniu 23 listopada 2018 r. spółka Minos, po zamknięciu piątkowej sesji notowań, poinformowała o sprzedaży całego pakietu akcji (9,7%) poza rynkiem w związku z zawarciem umowy cywilnoprawnej na zbycie akcji. W dniu 26 listopada 2018 r. (poniedziałek) rozpoczął się przegłosowany wcześniej skup akcji własnych przez spółkę, który spowodował gwałtowny wzrost kursu akcji. W trakcie sześciu kolejnych sesji giełdowych w okresie od 26 listopada do 3 grudnia kursu spółki wzrósł z 0,45 zł do 1,39 zł, czyli o 209%. W dniu, w którym akcje spółki osiągnęły maksymalną wartość, właściciela zmieniło ponad 1,1 mln akcji, czyli przeszło 100 razy więcej, niż wynosił średni sesyjny wolumen w poprzednich miesiącach.

W trakcie postępowania prowadzonego przez KNF ustalono, że spółka Minos sprzedała na podstawie umowy cywilnoprawnej zawartej w dniu 23 listopada 2018 r. posiadany przez

<sup>9</sup> Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 23 dyrektywy MiFID II (Dz.U. UE L 2014.173.349) tzw. zorganizowana platforma obrotu jest to system niebędący rynkiem regulowanym ani MTF, w ramach którego umożliwia się interakcję wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji lub instrumentów pochodnych, składanych przez osoby trzecie w sposób skutkujący zawarciem kontraktu.



siebie pakiet akcji osobie fizycznej i osobie prawnej. Dalsze dochodzenie wykazało, że pełnomocnikiem osoby prawnej była ta sama osoba fizyczna, która w dniu 23 listopada 2018 r. nabyła pakiet akcji. Osoba ta następnie przelała na rachunki trzech innych osób fizycznych i jednej spółki kwoty od 60 tys. zł do 200 tys. zł. W okresie od 26 listopada do 3 grudnia 2018 r. osoby działające w grupie dokonywały pomiędzy sobą sprzedaży/kupna akcji FTI Profit, powodując znaczny wzrost obrotów i kursu spółki. Członkowie grupy w tym czasie zawarli między sobą prawie 800 transakcji, co spowodowało, że ich udział w ogólnym wolumenie kupna FTI Profit wyniósł 69%, a udział w ogólnym wolumenie sprzedaży ukształtował się na poziomie 75%. Składanie dużej liczby zleceń kupna w celu wywołania wśród pozostałych inwestorów przekonania, że istnieje duży popyt na akcje spółki lub ich duża podaż, powodowało wzrost ceny akcji. Wystawione przez grupę zlecenia kupna były wycofywane z arkusza zleceń tuż przed złożeniem zlecenia sprzedaży o dużym wolumenie. Działania takie pozwalały sprzedać akcje pozostałym inwestorom, których zlecenia kupna oczekiwały na realizację w pierwszej kolejności po anulowaniu zleceń kupna przez grupę. Pod koniec stycznia 2019 r. KNF skierowała do Prokuratury Okręgowej w Warszawie zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia przestępstwa [Zatoński, 2019].

Działaniem odwrotnym do opisanego wyżej mechanizmu pompowania są transakcje polegające na celowym zaniżaniu ceny instrumentu finansowego przeznaczonego do sprzedaży w krótkim okresie (ang. *trash and cash*). Polegają one na zawieraniu wielu transakcji sprzedaży prowadzących do spadku ceny danego instrumentu finansowego. Podobnie jak w przypadku *pump and dump* równocześnie ze sprzedażą rozpowszechniane są w środkach masowego przekazu negatywne, wprowadzające w błąd informacje uwiarygodniające spadek ceny instrumentu finansowego [Jaroszewicz, Wojciechowska-Mytych, 2015, s. 11]. Spadek wartości walorów pozwala na ich nabycie poniżej realnej wyceny i w krótkim czasie umożliwia realizację zysku dzięki ich szybkiej sprzedaży.

### 3.2.2. Transakcje fikcyjne

Transakcje fikcyjne (ang. *wash trades*) należą do najpoważniejszych praktyk godzących w przejrzystość obrotu giełdowego. W literaturze znane są również pod nazwą „sztuczny obrót”. Polegają na zawieraniu wielu transakcji kupna lub sprzedaży instrumentu finansowego, które w rzeczywistości nie powodują żadnej zmiany stanu posiadania danego inwestora (lub grupy inwestorów). Z prawnego punktu widzenia transakcje takie mają charakter pozorny. Transakcje fikcyjne wprowadzają pozostałych uczestników w błąd co do faktycznego popytu na dane instrumenty i ich podaży. Zawierane są z zamiarem zmiany ceny, nie zaś nabycia lub zbycia określonego instrumentu finansowego [Martysz, 2015, s. 164]. W praktyce mamy do czynienia z grupą inwestorów, którzy, działając w porozumieniu lub zмовie, zawierają pomiędzy sobą transakcje generujące sztuczny obrót, w wyniku czego kurs spółki w krótkim okresie gwałtownie rośnie. Celem jest spowodowanie zainteresowania danym instrumentem innych inwestorów. W momencie pojawienia się popytu



z ich strony inicjatorzy transakcji realizują zyski przez szybką sprzedaż tych instrumentów finansowych [Huczek, 2013].

Przykładem transakcji *wash trades* była sprawa tzw. poznańskiej wirówki<sup>10</sup>. W latach 1995–1997 grupa inwestorów manipulowała kursami akcji trzech spółek o średniej wielkości, dopuszczonych do obrotu na rynku równoległym (Domplast, Chemiskór i EchoPress). Akcje tych spółek charakteryzowały się niską płynnością, co pozwalało silnie wpływać na ich kurs. Członkowie grupy kupowali i sprzedawali akcje między sobą. W celu uniknięcia obowiązków informacyjnych związanych z ujawnieniem poziomu zaangażowania w spółkach, osoby działające w grupie kupowały akcje na rachunki maklerskie kilku osób. Zaangażowanie kapitałowe było stosunkowo niewielkie, gdyż po obu stronach transakcji stały te same osoby. Rosnący kurs akcji zachęcał pozostałych inwestorów do nabywania coraz droższych walorów. W rzeczywistości nowi inwestorzy odkupywali akcje od osób, które początkowo je gromadziły w celu sztucznego zmniejszenia podaży na rynku. W rezultacie działania grupy inwestorów doprowadziły do znacznego wzrostu kursów spółek – odpowiednio o 320, 855 i 670%. Szacuje się, że na manipulowaniu kursami ww. spółek grupa zarobiła około 50 mln zł. Prokuratura nie zdołała zebrać wystarczających dowodów, by skierować sprawę do sądu. Postępowanie zostało dwukrotnie umorzone z braku dowodów [Huczek, 2013].

### 3.2.3. Ustalenie ceny zamknięcia

Ustalenie ceny zamknięcia (ang. *marking the close*) polega na kupowaniu lub sprzedawaniu instrumentów finansowych pod koniec notowań w celu spowodowania zmiany ceny zamknięcia danego instrumentu finansowego. Manipulacją w tym przypadku będzie dokonywanie transakcji lub składanie zleceń zawarcia transakcji, które ze względu na swoją wielkość w stosunku do rynku mają znaczny wpływ na kształtowanie się podaży, popytu bądź ceny instrumentu. Dokonanie transakcji lub składanie zleceń następuje tuż przed ustaleniem kursu zamknięcia, gdy inni uczestnicy rynku nie mogą już zareagować na jego zmianę. Z reguły z tego rodzaju praktyką mamy do czynienia, gdy kurs danego instrumentu powiązany jest z walorem notowanym na innym rynku [Regucki, 2016, s. 68].

Przykładem działania określanego jako *marking the close* była sesja na warszawskiej giełdzie w dniu 12 listopada 2008 r. W tym dniu na największych światowych giełdach papierów wartościowych notowano duże spadki cen akcji. Podobna tendencja utrzymywała się również na giełdzie warszawskiej, gdzie na zakończenie notowań ciągłych indeks największych spółek WIG20 spadł o 9,1% w stosunku do poprzedniego dnia. Tuż przed zamknięciem notowań duży inwestor zagraniczny złożył zlecenie kupna wszystkich spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Wartość wystawionych przez inwestora zleceń „po każdej cenie”

<sup>10</sup> Warszawski Indeks Rynku Równoległego publikowany w okresie od 3 stycznia 1995 r. do 16 marca 2007 r. dla średniej wartości spółek, dopuszczonych do obrotu na rynku równoległym. W 2007 r. został zastąpiony przez indeks sWIG 80.

wynosiła 130 mln zł. zaś łączna wartość obrotu akcjami spółek z indeksu WIG20 kształtowała się na poziomie ok. 726 mln zł. Wystawienie przez inwestora zlecenia kupna opiewającego na tak dużą kwotę przed ustaleniem ceny zamknięcia doprowadziło do wzrostu wartości indeksu WIG20 i pozwoliło na częściowe odrobienie strat w tym dniu. W rezultacie podjętych przez inwestora działań indeks WIG20 na zamknięcie notowań odrobił częściowo straty i spadł „tylko” o 4,9%. Inwestorowi, który przeprowadził transakcję, zależało na jak największym wzroście indeksu WIG20, który tuż przed zamknięciem sesji notowań ponad 9-procentowy spadek. Prawdopodobnym powodem były wygasające w tym samym dniu kontrakty terminowe *forward*, które były powiązane z indeksem WIG20 [Komunikat KNF z dnia 21 listopada 2008 r.]. Wystawione przez inwestora zlecenie zostało zrealizowane w kwocie 100 mln zł [Martysz, 2015, s. 198].

#### 3.2.4. Składanie zleceń równoległych

Składanie zleceń równoległych (ang. *improper matched orders*) jest działaniem zbliżonym w swoim schemacie do transakcji *wash trades*. Polega na rzeczywistym dokonywaniu transakcji w wyniku złożenia w tym samym czasie dopasowanych przeciwstawnych zleceń kupna i sprzedaży o tym samym wolumenie i cenie przez różne, ale działające w zмовie osoby [Chłopecki, Dyl, 2017, s. 298].

Przykładem manipulacji polegającej na składaniu zleceń równoległych jest sprawa spółki informatycznej Szeptel SA. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd uznała, że w latach 1997–1998 trzech główni akcjonariusze spółki, działając w porozumieniu, składali przeciwstawne zlecenia kupna i sprzedaży, dzięki czemu sztucznie zawyżyli jej kurs o 100% (wzrost z 5,99 zł do 11,99 zł za akcję). Wartość akcji posiadanych przez głównych udziałowców spółki osiągnęła w kulminacyjnym momencie ponad 100 mln zł [Tokarz, 2009].

W 1999 r. KPWiG skierowała sprawę do prokuratury, która dopiero w 2004 r. wniosła do sądu akt oskarżenia. Proces zakończył się skazaniem oskarżonych na jeden rok pozbawienia wolności w zawieszeniu na dwa lata oraz karą grzywny w wysokości od 3 tys. do 8 tys. zł. Skazani odwołali się od wyroku do sądu okręgowego, który w 2009 r. umorzył sprawę z powodu przedawnienia [Tokarz, 2009].

#### 3.2.5. Ukrywanie własności

Działanie polega na dokonywaniu przez inwestorów będących w zмовie wielu transakcji w celu ukrycia własności posiadanych przez nich instrumentów finansowych (ang. *concealing ownership*). Przekazywane rynkowi w oficjalnych komunikatach informacje o wielkości posiadanych udziałów nie są zgodne ze stanem faktycznym i mają na celu świadome wprowadzenie w błąd pozostałych uczestników rynku, którzy, dokonując transakcji, nie mają rzetelnej wiedzy o strukturze akcjonariatu [Stokłosa, Syp, 2017, s. 158]

Przykładem tego typu manipulacji jest przypadek spółki Devoran S.A. notowanej na rynku NewConnect, w której doszło do praktyk wyczerpujących znamiona trzech typów zachowań manipulacyjnych, tj. ukrywania własności, sztucznego obrotu i zawyżania kursu. W celu pokazania złożonego charakteru transakcji niezbędne jest chronologiczne przedstawienie działań poprzedzających dokonanie manipulacji. Pod koniec 2016 r. spółka Devoran przeprowadziła emisję w trybie oferty publicznej 14,2 mln akcji serii M, po cenie 0,30 zł za akcję. Z oferowanej przez emitenta puli akcji większość (99,6%) została objęta przez Carom sp. z o.o. Płatność za przydzielone akcje nastąpiła ze wzajemnego potrącenia wierzytelności ze spółką Devoran. W lipcu 2017 r. akcje nowej emisji zostały wprowadzone do publicznego obrotu, w efekcie czego nastąpił ponad 16-krotny wzrost ogólnej liczby akcji spółki na rynku [Komunikat KNF w sprawie spółki Devoran S.A.].

W sierpniu 2017 r., po wprowadzeniu nowej emisji, obrót akcjami spółki charakteryzował się bardzo niską płynnością oraz niewielkimi wahaniami kursu akcji, kształtującymi się w przedziale od 0,64 zł do 0,80 zł. Przełomowym momentem okazał się wrzesień 2017 r., gdy kurs akcji w ciągu 10 dni (od 5 do 15 września) wzrósł z 0,65 zł do 1,25 zł, czyli o ponad 92%. Podczas kolejnych sesji, od 18 do 21 września kurs akcji zwiększył się do 1,74 zł przy ponad 100-krotnym wzroście wolumenu obrotu akcjami spółki w stosunku do sierpnia 2017 r. W ocenie KNF tak duży wzrost cen akcji i wolumenu obrotu nie był rezultatem poprawy sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki. Wynikał głównie z działań podejmowanych przez inwestorów będących w zmowie. W toku prowadzonego postępowania KNF ustaliła, że pozarynkowe transakcje akcjami spółki Devoran nosiły znamiona praktyki określanej jako ukrywanie własności (ang. *concealing ownership*). Działania te polegały na dokonaniu wielu pozarynkowych transakcji sprzedaży akcji. W pierwszej kolejności spółka Carom sprzedała 60% pakietu akcji spółce Devoran, która zbyła je następnie 12 powiązanim ze sobą inwestorom. Po dokonaniu transakcji każdy z inwestorów miał mniej niż 5% w ogólnej liczbie głosów, co nie pociągało za sobą konieczności notyfikacji [Komunikat KNF w sprawie spółki Devoran S.A.].

Kolejnym zakazanym działaniem stwierdzonym przez nadzór finansowy w spółce Devoran było dokonywanie sztucznego obrotu akcjami (ang. *wash trades*) w celu spowodowania wzrostu kursu akcji, a następnie ich sprzedaż po korzystnej cenie (ang. *pump and dump*). Polegało ono na zawieraniu wielu transakcji kupna/sprzedaży pomiędzy rachunkami dwóch podmiotów, w których pełnomocnikiem była ta sama osoba. Dokonanie w okresie od 5 do 18 września 613 transakcji o łącznym wolumenie 600 tys. akcji i wartości 1 mln zł spowodowało gwałtowny wzrost kursu akcji i umożliwiło ich korzystną sprzedaż [Komunikat KNF w sprawie spółki Devoran S.A.].

Spośród pozostałych praktyk występujących na rynku kapitałowym wymienić należy działania polegające na rozpowszechnianiu za pośrednictwem mediów, w tym Internetu, informacji nieprawdziwych lub wprowadzających w błąd co do podaży, popytu lub ceny instrumentu finansowego, w celu spowodowania jego wahań i osiągnięcia przez osobę lub osoby zainteresowane rozpowszechnianiem fałszywych informacji spodziewanego zysku.

Innym rodzajem zakazanych praktyk są transakcje zafałszowywania obrazu (ang. *painting the tape*), polegające na przeprowadzaniu wielu pozornych transakcji z jednoczesnym przekazaniem do wiadomości publicznej informacji, mającej na celu spowodowanie wśród inwestorów zainteresowania danym instrumentem finansowym. Upublicznienie nieprawdziwych informacji służy tylko i wyłącznie zwiększeniu popytu na dany instrument finansowy w celu wzrostu jego kursu [Huczek, 2013].

#### 4. Manipulacja a spekulacja instrumentami finansowymi

Wśród uczestników rynków finansowych od wielu lat toczy się dyskusja, czy pewne zachowania spekulacyjne inwestorów nie wypełniają znamion manipulacji. Sprawa wydaje się o tyle istotna, że spekulacje w przeciwieństwie do manipulacji na rynku nie podlegają sankcjom karnym.

W literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele różnych definicji spekulacji. Słownik języka polskiego, pod redakcją S. Dubisza, „spekulację” określa jako „nieuczciwą i ryzykowną operację handlową polegającą na wykupywaniu, gromadzeniu i odsprzedaży z nadmiernym zyskiem towarów, na które popyt przewyższa podaż lub co do których spodziewamy się wzrostu cen” [Dubisz, 2018, s. 479]. „Słownik ekonomii” pod red. J. Blacka definiuje „spekulację” jako „działalność ekonomiczną prowadzoną dla zysku w związku ze spodziewaną zmianą cen dóbr lub innych aktywów” [Black, 2008, s. 443].

Spekulacja giełdowa jest transakcją skierowaną na osiągnięcie szybkiego zysku z zainwestowanego kapitału. Istota spekulacji polega na podejmowaniu przez spekulanta takich decyzji inwestycyjnych, które pozwalają na osiągnięcie maksymalnej stopy zwrotu w jak najkrótszym czasie. Spekulant, w przeciwieństwie do inwestora giełdowego, nie jest z reguły zainteresowany inwestycjami w długim okresie, pozwalającymi mu na osiąganie zysków ze wzrostu wartości firmy czy wypłaty dywidendy [Martysz, 2015, s. 108–109]. Nie jest również zainteresowany dywersyfikacją swojego portfela w celu ograniczenia ewentualnego ryzyka. W dobie szybkiego postępu technologicznego osoby spekulujące na rynkach finansowych wykorzystują do tego celu zaawansowane narzędzia informatyczne oraz modele ekonometryczne, pomagające w prognozowaniu wartości kursów akcji na rynkach kapitałowych.

Celem zarówno spekulanta, jak i manipulanta jest osiągnięcie zysku wynikającego ze zmiany cen instrumentów finansowych. Pomędzy tymi zachowaniami występuje jednak kilka istotnych różnic. Po pierwsze, w przeciwieństwie do manipulanta spekulant nie jest zainteresowany wpływaniem na cenę instrumentu. Po drugie, spekulant podejmuje decyzje na podstawie powszechnie dostępnych informacji, własnych analiz i posiadanego doświadczenia. Po trzecie, najważniejszym celem spekulanta jest osiągnięcie szybkiego zwrotu z inwestycji w krótkim czasie [Martysz, 2015, s. 108–111]. Głównym celem spekulanta jest więc z reguły zakup niedowartościowanych walorów z zamiarem ich odsprzedaży po osiągnięciu satysfakcjonującego zysku lub sprzedaż przewartościowanych walorów w celu ich tańszego

odkupienia. Manipulant dąży natomiast do zmiany wartości cen walorów, wykorzystując do tego różne formy manipulowania kursem lub informacją. Działania manipulantów mogą zmierzać do osiągnięcia zysku, najczęściej w długim okresie, mogą być również skierowane na uniknięcie potencjalnych strat.

Szczególną formą spekulacji, mogącą nosić znamiona manipulacji, jest zawiązanie przez inwestorów nieformalnej grupy, tzw. spółdzielni, której celem jest wpłynięcie na cenę danego waloru. Działająca w zмовie grupa przez dokonywanie transakcji dąży do wykreowania sztucznego popytu na akcje danej spółki w celu szybkiego wzrostu ich wartości i utwierdzenia pozostałych inwestorów w mylnym przekonaniu, że wzrost cen jest następstwem dobrej sytuacji finansowej spółki. Po osiągnięciu zadowalającej ceny walorów grupa inwestorów sprzedaje akcje, realizując zysk.

Podsumowując, należy uznać, że zasadniczym kryterium rozróżnienia obydwu zachowań jest motyw zawarcia transakcji. Spekulant podejmuje decyzje na podstawie powszechnie dostępnych na rynku informacji, zakładając, że w przypadku niepowodzenia poniesie określone straty. Manipulant natomiast, wykorzystując informacje poufne lub rozpowszechniając fałszywe informacje, może przewidzieć reakcję rynku i ewentualne wynikające z tego faktu korzyści. Z pewnością wspólną negatywną cechą działania obydwu grup jest to, że przyczyniają się do gwałtownych wahań cen kursów akcji, ze szkodą dla drobnych inwestorów. W wielu przypadkach działania takie szkodzą wizerunkowi giełdy, a w skrajnych sytuacjach mogą prowadzić do destabilizacji rynku finansowego lub kapitałowego.

## 5. Podsumowanie

Obowiązujące od 3 lat regulacje europejskie w zakresie nadużyć na rynkach finansowych należy ocenić pozytywnie. Przyjęte rozwiązania mają zapewnić wzrost konkurencyjności i efektywności rynków finansowych w państwach Wspólnoty oraz zagwarantować większe bezpieczeństwo ich uczestnikom. Przepisy rozporządzenia MAR, które weszły w życie w 2016 r., w sposób kompleksowy regulują kwestie nadużyć na rynku kapitałowym, w tym przestępstwa manipulacji na rynku. W przypadku nadużyć na rynku prawodawca europejski odszedł od schematu przyjętego w poprzednio obowiązujących przepisach. Obecnie obowiązujące przepisy rozporządzenia MAR istotnie różnią się więc od dyrektywy MAD. Po pierwsze, w rozporządzeniu MAR rozszerzono zachowania manipulacyjne na wszystkie rynki funkcjonujące w państwach członkowskich UE. Przepisy starej dyrektywy MAD regulowały obrót instrumentami finansowymi tylko na rynku kapitałowym. Nowe regulacje MAR objęły zakazem manipulacji instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na platformach MTF i OTF, a także transakcje na rynku towarowym i innych rynkach niefinansowych. Po drugie, w rozporządzeniu MAR ustawodawca unijny zastosował odmienny niż we wcześniejszych regulacjach sposób definiowania zachowań manipulacyjnych. Przede wszystkim rozszerzył zakres przedmiotowy definicji manipulacji na rynku przez szczegółowe określenie

okoliczności wskazujących na zachowania manipulacyjne (załącznik I do rozporządzenia MAR) oraz wskazanie praktyk takich zachowań (załącznik II do rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r.).

Wejście w życie przepisów dyrektywy MAD II i rozporządzenia MAR spowodowało konieczność wprowadzenia na gruncie krajowym wielu daleko idących zmian prawnych. W przypadku sankcji karnych właściwa jest dyrektywa MAD II, która za naruszenie zakazu manipulacji przewiduje karę pozbawienia wolności w maksymalnym wymiarze co najmniej 4 lat pozbawienia wolności. Wydaje się, że dla sprawców tego rodzaju nadużyć bardziej dolegliwe mogą być finansowe kary administracyjne, które przewidziane zostały w rozporządzeniu MAR. Maksymalną karą administracyjną przewidzianą przez ustawodawcę unijnego w przypadku osoby fizycznej jest 5 mln euro, a w przypadku osoby prawnej 15 mln euro lub 15% rocznych obrotów. Kwestią do dyskusji pozostaje, czy wprowadzenie jednej wysokości kar administracyjnych dla wszystkich państw wspólnoty jest zasadne. Kara finansowa powinna spełniać funkcję prewencyjną i odstrasżającą, a jej wysokość powinna być dotkliwa dla sprawcy. Wydaje się, że kierunek zmian, tj. nakładanie na sprawców nadużyć na rynku kapitałowym dotkliwych kar administracyjnych, jest jak najbardziej właściwy i pożądany, jednak już ich wysokość powinna być zróżnicowana i dostosowana do stopnia zamożności obywateli poszczególnych państw UE.

## Bibliografia

### Dokumenty prawne

1. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1537 ze zm.
2. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1538 ze zm.
3. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. nr 184, poz. 1539 ze zm.
4. Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw, Dz.U. z 2004 nr 64, poz. 594.
5. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 1997 r. nr 139, poz. 933.
6. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. z 1997 r. nr 118, poz. 754 ze zm.
7. Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw, Dz.U. z 1994 r. nr 4, poz. 17.
8. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. z 1991 r. nr 35, poz. 155 ze zm.



9. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 2014.173.179, 12.06.2014.
10. Dyrektywa Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonująca dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku, Dz. Urz. UE L 2003.339.73, 24.12.2003.
11. Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 2003.96.16, 12.04.2003.
12. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia, Dz. Urz. UE L 2016.88.1, 05.04.2016.
13. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz. Urz. UE L 2014.173.1, 12.06.2014.
14. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych, Dz. Urz. UE L 2003.336.33.

### Wydawnictwa zwarte

1. Bańko M. (red.) [2014], *Wielki słownik wyrazów obcych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
2. Black J. [2008], *Słownik ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
3. Błachnio-Parzych A. [2011], *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
4. Chłopecki A., Dyl M. [2017], *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
5. Długosz-Kurczabowa K. (red.) [2005], *Słownik etymologiczny języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
6. Dubisz S. (red.) [2018], *Wielki słownik języka polskiego PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
7. Jędrzejczak G. [1991], *Wprowadzenie*, w: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
8. Korn K. [2012], *Pojęcie manipulacji instrumentem finansowym*, „Transformacje Prawa Prywatnego”, nr 3.

9. Królikowski M. [2016], *Informacje poufne, wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnianie informacji poufnych i manipulacje na rynku*, w: *Rozporządzenie UE Nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku, Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
10. Kuciński R. [2000], *Przestępstwa giełdowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
11. Martysz Cz. [2015], *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wolters Kluwer, Warszawa.
12. Regucki T. [2016], *Manipulacja instrumentem finansowym w świetle rozporządzenia MAR*, „Transformacje Prawa Prywatnego”, nr 4.
13. Stokłosa A., Syp S. [2017], *MAR Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Wolters Kluwers, Warszawa.
14. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. [2014], *Prawo rynku kapitałowego, Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.

### Materiały internetowe

1. Huczek S. [2013], *Manipulacja instrumentami finansowymi*, cz. 1-2, eBiuletyn NewConnect 16/2013, <https://www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1552-manipulacja-instrumentami-finansowymi-cz-1-2.html>.
2. Róg J., Wierzbowski M. [2018], *Zagrożenie zarzutem manipulacji*, „Parkiet”, 19 marca, <https://www.parkiet.com/Felietony/303199941-Zagrozenie-zarzutem-manipulacji.html>
3. Tokarz D. [2009], *Giełdowi aferzyści są bezkarni*, „Puls Biznesu”, 10.03, <https://www.pb.pl/gieldowi-aferzysci-sa-bezkarni-486962>
4. Zatoński M. [2019], *KNF przerwała manipulację na FTI Profit*, „Puls Biznesu”, 5.02, <https://www.pb.pl/knf-przerwala-manipulacje-na-fti-profit-952465>

### Inne źródła

1. Komunikat KNF w sprawie spółki Devoran S.A. z dnia 21 listopada 2017 r.
2. Komunikat KNF z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie podejrzenia manipulacji na fixingu na sesji giełdowej w dniu 12 listopada 2008 r.
3. Jaroszewicz P., Wojciechowska-Mytych K. [2015], *Wybrane przestępstwa na rynku finansowym*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

---

## **Market Manipulation as a Capital Market Crime in the Light of the Act on Trading in Financial Instruments and the Community Law**

---

### **Summary**

The paper discusses legal protection awarded to the participants of the capital market. It examines the provisions of domestic criminal law designed to ensure such protection against the background of the EU solutions. Provisions included in the Act on Trading in Financial Instruments and in the MAR regulation have been thoroughly examined with regard to the manipulation of financial instruments. Manipulation belongs to the most serious infringements in the capital market. It inflicts financial losses on the market participants and seriously undermines trust of other investors in the market.

**Keywords:** manipulation of financial instruments, speculation, capital market, MAR regulation

---