DEBIUTY STUDENCKIE

2023

EKONOMIA

pod redakcją
Bożeny Borkowskiej

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2023

Recenzja
Wawrzyniec Michalczyk

Redakcja wydawnicza
Agata Wójcicka-Kołodziej

Korekta
Barbara Łopusiewicz

Skład i łamanie
Małgorzata Myszkowska

Projekt okładki
Beata Dębska

Na okładce wykorzystano zdjęcie z zasobów 123rf

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa
Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0).
Skrócona treść licencji na https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl

ISBN 978-83-67899-04-8 (wersja papierowa)
ISBN 978-83-67899-05-5 (wersja elektroniczna)

DOI: 10.15611/2023.05.5

Druk i oprawa: TOTEM

Wiktor Chlipała

e-mail: 184987@student.ue.wroc.pl

ORCID: 0009-0000-1643-8777

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Oportunistyczne działania inwestorów na rynkach kapitałowych – studium przypadków

DOI: 10.15611/2023.05.5.04
JEL Classification: G14

Streszczenie: Celem pracy jest przedstawienie zjawiska oportunizmu w działaniach inwestorów, chcących zyskać nieuczciwie przewagę nad pozostałymi uczestnikami rynku. Zostaną omówione przypadki oportunistycznych działań w postaci manipulacji rynkowych, takich jak: *cornering* na akcjach Volkswagena, *insider trading* w PGNiG i *spoofing* banków na rynku złota. Poruszone zostaną również kwestie wykrywania i przeciwdziałania takim aktywnościom.

Słowa kluczowe: oportunizm, rynki kapitałowe, manipulacje, asymetria informacji, negatywna selekcja

1. Wstęp

Cena instrumentów finansowych jest wyznacznikiem ich atrakcyjności na rynku. Sytuacja może stać się bardzo niebezpieczna i wprowadzająca w błąd uczestników tego rynku, gdy nie jest ona wypadkową działania sił popytu i podaży, tylko wynikiem celowych działań oportunistycznych.

Wiele praktyk stosowanych przez inwestorów mieści się w definicji zaproponowanej przez O.E. Williamsona, tłumaczącej działania oportunistyczne jako: „przebiegłe dążenie do realizacji własnego interesu". Oportunizm według badacza: „odnosi się do niekompletnego lub zniekształconego ujawnienia informacji, zwłaszcza do świadomie podejmowanych wysiłków, by wprowadzić w błąd, zniekształcić, zataić, zaciemnić lub pogmatwać sprawy w inny sposób" (Williamson, 1998, s. 60).

Również wiele z działań uczestników rynku kapitałowego polega na doprowadzeniu do korzystnej dla inwestora asymetrii informacji. Według G. Akerlofa: ,,Asymetria informacji to sytuacja, w której jedna strona transakcji ma większą wiedzę lub lepszy dostęp do informacji niż druga strona", co pozwala na zawieranie intratnych transakcji na rynku (Akerlof, 1970).

Autor artykułu uważa, że rynki kapitałowe są ważną częścią gospodarki i nieodłącznym elementem wolnego rynku. Według J. Kwiecińskiego: ,,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" (Kwieciński, 2019, s. 10).

Trudno jest też wskazać jednoznacznie przyczyny problemów gospodarczych i nieprawidłowego działania rynków kapitałowych oraz systemów finansowych, jednak A. Szewc-Rogalska twierdzi, że: ,,źródeł wielu problemów występujących w gospodarce i systemie finansowym należy upatrywać w oportunistycznych zachowaniach ludzi, a tym samym instytucji i różnych podmiotów" (Szewc-Rogalska, 2015).

Kapitalizacja rynków kapitałowych rośnie w szybkim tempie, co zwiększa jej znaczenie. Zmiany cen wpływają na ogromną liczbę inwestorów indywidualnych, na przedsiębiorstwa inwestujące swoje środki, przedsiębiorstwa, których udziały są elementem obrotu, oraz pośrednio na ludzi pozornie niezwiązanych z tym tematem, np. poprzez wolniejszy rozwój gospodarczy. Manipulacje na rynku kapitałowym oraz wykorzystywanie poufnych informacji stanowią najgroźniejsze nadużycia i przyczyniają się do ponoszenia przez inwestorów poważnych strat finansowych oraz do utraty zaufania do rynku (Błachnio-Parzych, 2011).

Celem niniejszej pracy jest analiza rodzajów oportunistycznych działań na bazie studiów przypadku, opisanie ich działania i próba wyciągnięcia wniosków, a także wskazanie sposobu na zapobieganie ich występowania lub na ograniczenie ich wpływu na rynek.

2. *Cornering* Porsche na akcjach koncernu Volkswagen w 2008 roku

Cornering to sposób manipulacji ceną poprzez wykup znacznej liczby akcji spółki, którego głównym celem jest zyskanie na podmiotach dokonujących nagiej krótkiej sprzedaży poprzez tzw. *short squeeze* (Martysz, 2012b).

Naga krótka sprzedaż to giełdowa spekulacja obliczona na spadek kursu instrumentu finansowego. Spekulant oferuje akcje, nie posiadając ich ani nie pożyczając (co ma miejsce w przypadku zwykłej krótkiej sprzedaży) (European Parliament, 2010). Jest to szczególnie ryzykowny rodzaj spekulacji. W przypadku zrealizowania oferty zobowiązuje ona oferenta do zakupu akcji i spłacenia ,,długu" wobec drugiej strony transakcji, niezależnie od aktualnie obowiązującej ceny rynkowej. Składanie takich ofert zostało zakazane przez Parlament Unii Europejskiej w 2016 roku (Eur-lex, 2012).

W 2007 roku spółka akcyjna Porsche rozpoczęła wykup niewielkich pakietów akcji koncernu Volkswagen. 18 września 2008 roku Porsche posiadało 31,5% akcji koncernu, a miesiąc później – 26 października – już 42,6% (Dane ze sprawozdania finansowego Porsche 2007/2008). Jednocześnie zarząd Porsche opublikował informację, że zakup pakietu kolejnych 31,5% jest zagwarantowany spółce przez specjalne opcje kupna. Spółka posiadała zatem (razem z gwarantowanymi udziałami) 74,1% akcji, natomiast 20% pakietem dysponował Kraj Związkowy Dolnej Saksonii. W obiegu, rozproszone wśród mniejszych akcjonariuszy, zostało więc tylko 5,9% wszystkich akcji koncernu. Wielu inwestorów brało wcześniej pod uwagę możliwość niewypłacalności Porsche, które zakup akcji Volkswagena finansowało głównie przy pomocy kredytów bankowych (Martysz, 2012a). Rozsądne wydawało się więc zajmowanie nagich krótkich pozycji, co też wielu inwestorów zrobiło, licząc na tańsze odkupie-

nie akcji od potencjalnie zmuszonej do ich wyprzedania spółki Porsche. Jednak po opublikowaniu informacji o aktualnym akcjonariacie, inwestorzy zaczęli panicznie zamykać pozycje, co wiązało się z odkupieniem akcji i co w rezultacie spowodowało podniesienie kursu akcji koncernu do niespotykanych kwot. 27 października 2008 roku kurs ten wzrósł z 208 euro do 465 euro, po czym następnego dnia osiągnął szczyt w kwocie 978 euro (dane z finance.yahoo.com). Sprawiło to, że Volkswagen był przez moment najdroższą spółką świata. Kurs jednak szybko wrócił w okolicę 210 euro.

Konsekwencją tych działań były pozwy przeciwko Porsche, złożone zarówno przez fundusze spekulacyjne, jak i przez indywidualnych inwestorów. Oskarżali oni spółkę o manipulację rynkiem i ukrywanie zamiaru kupna dodatkowych akcji Volkswagena. Pokłosiem tego wydarzenia była duża ilość samobójstw, m.in. A. Merckle'a, właściciela koncernu VEM, który popadł w długi sięgające 3-5 mld euro, spekulując krótkimi pozycjami na akcjach Volkswagena (Jendroszczyk, 2009). Pomimo tłumaczenia, że działania Porsche miały na celu bliższą współpracę obu spółek (obie miały silne powiązania z rodzinami Porsche i Piech), zostały one uznane przez Niemiecki Nadzór Finansowy za akt rynkowej manipulacji (Martysz, 2012a).

Takie działanie wykorzystuje otwarte przez innych inwestorów ryzykowne pozycje, a podmiot posiadający tak znaczną część akcji staje się niemal monopolistą i może żądać olbrzymich kwot za akcje, do których wykupienia są zobowiązani posiadacze nagiej krótkiej pozycji. Występuje tutaj przymuszenie – spekulant musi odkupić akcję po znacznie zawyżonej cenie, przynoszącej ogromne zyski manipulantowi.

3. *Insider trading* na przykładzie wycieku informacji z PGNiG

W 2008 roku, według Krajowego Nadzoru Finansowego [KNF] (którego jednym z zadań jest dbanie o sprawnie działający i wolny od manipulacji rynek), jeden z pracowników PGNiG przekazał znajomemu analitykowi giełdowemu informację, według której wyniki spółki w trzecim kwartale miały być znacznie gorsze niż oczekiwano (co okazało się prawdą) (KNF, 2017). Kilkanaście osób miało następnie dokonywać transakcji bazujących na uzyskanej wewnętrznej informacji, czerpiąc z tego korzyści. Ich całkowita wartość została oszacowana na około 30 mln zł, a łączna uniknięta przez beneficjentów tego wycieku strata na około 900 tys. zł (Puls Biznesu, 2013). Według nieoficjalnych informacji skorzystać z tego przypadku insider tradingu i uzyskać z niego korzyści finansowe mieli też pracownicy ING i PZU. Ostatecznie trzy osoby zostały ukarane przez KNF w związku z tą sprawą – dwie osoby zostały skreślone z listy doradców inwestycyjnych, a jedna (na rok) z listy maklerów giełdowych (KNF, 2017).

Insider trading jest idealnym przykładem wykorzystania asymetrii informacji w celu uzyskania korzyści. Takie oportunistyczne działanie polega na podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na bazie informacji, które nie są dostępne publicznie dla reszty potencjalnych i aktualnych inwestorów. Nie jest to legalne w świetle polskiego

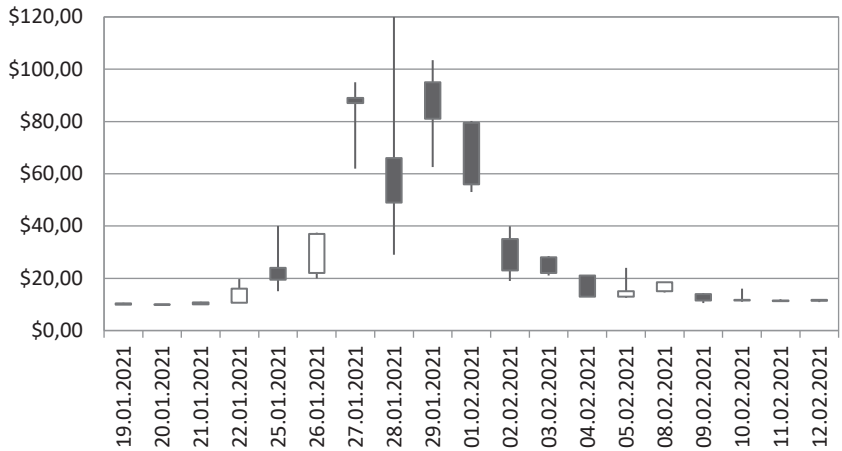
prawa, jednak niezwykle skomplikowane, a często nawet niemożliwe jest udowodnienie winy potencjalnego manipulanta. Transakcja zawarta w idealnym momencie może być również wynikiem własnych spekulacji, wyliczeń lub nawet szczęścia. Dlatego też relatywnie rzadko zapadają wyroki za takie działania. Można przypuszczać, że osoby z różnych spółek, które mogą potencjalnie uzyskać rzetelne, wewnętrzne informacje, nawzajem powiadamiają się o takich zdarzeniach, czerpiąc z tego obustronne korzyści.

Do zmniejszenia skali tego problemu może przyczynić się ograniczenie dostępu do ważnych informacji wewnętrznych do najmniejszej możliwej liczby osób oraz możliwie najszybsze podawanie informacji do wiadomości publicznej. Zmniejszy to częstotliwość wycieków informacji i ograniczy czas, w jakim potencjalni oszuści mogliby zadziałać. Nie wyeliminowałoby to całkowicie insider tradingu, jednak byłoby w stanie znacznie go ograniczyć.

4. Akcje spółki GameStop i schemat *pump and dump*

Spółka GameStop działa na schyłkowym rynku stacjonarnej sprzedaży gier wideo, a jej wyniki finansowe nie napawały inwestorów optymizmem. Nie dziwi więc, że zarówno indywidualni inwestorzy, jak i fundusze spekulacyjne zajmowały krótkie pozycje na akcjach tej spółki. W styczniu 2021 roku osoby należące do społeczności serwisu Reddit postanowiły jednak odmienić sytuację GameStopu na giełdowym parkiecie. Jednocześnie wielu drobnych inwestorów rozpoczęło wykup akcji spółki, zwiększając wolumen obrotu instrumentu i tym samym podnosząc jego cenę. Udało im się w ten sposób wzbudzić zainteresowanie innych inwestorów, postronnych i nieobeznanych z planem wpłynięcia na cenę. Po napływie kapitału rozpoczął się ruch ceny. 13 stycznia wartość rynkowa akcji wynosiła około 4,5 dolara, a 22 stycznia aż 15 dolarów. Jednak dopiero podczas najbliższych sesji giełdowych miały nastąpić największe zmiany. W ciągu czterech dni cena wzrosła do 36 dolarów, po czym sesja kolejnego dnia rozpoczęła się z ceną 87 dolarów za sztukę. W szczytowym momencie, 28 stycznia, kurs wynosił 120 dolarów, co stanowiło prawie 2700% wzrostu w zaledwie sześć dni (dane z pl.tradingview.com). Posiadacze krótkich pozycji stracili ogromne, często milionowe kwoty. Manipulatorzy rozpoczęli następnie masową sprzedaż swoich akcji, czego wynikiem było obniżenie wartości akcji spółki o 76% zaledwie w ciągu godziny. Ostatecznie plan został zrealizowany, przynosząc korzyści jego pomysłodawcom (zob. rys. 1).

Schemat *pump and dump* polega na podwyższeniu ceny akcji poprzez przyciągnięcie inwestorów. Jest to osiągane zwykle za pomocą zwiększania wolumenu obrotu i tym samym wzrostu ceny poprzez zakup dużej ilości akcji (jak w przypadku GameStopu), a także poprzez rozpowszechnianie określonych informacji na temat spółki (prawdziwych lub fałszywych) (Wikipedia. *Pump...*, b.d.). Zachęceni inwestorzy wnoszą kapitał pozwalający na dalszy wzrost kursu, co z kolei przyciąga następnych potencjalnych kapitałodawców. Po osiągnięciu satysfakcjonującej w oczach



Rys. 1. Cena akcji GameStop z okresu 19 stycznia-12 lutego 2021 roku – interwał dzienny

Źródło: opracowanie własne.

manipulatorów wyceny kończy się faza *pump*, a rozpoczyna *dump*. Na tym etapie akcje zostają szybko i w skoordynowany sposób sprzedane, doprowadzając do spadków często równych wzrostom lub nawet je przekraczających.

5. Manipulacja przy pomocy fake newsów na przykładzie działań Elona Muska

Elon Musk jest bezsprzecznie jednym z najbardziej wpływowych ludzi ze świata finansów. Informacje pochodzące od dyrektora generalnego spółki Tesla wywołują często bardzo duże ruchy cenowe na rynku kapitałowym i kryptowalut. Można zauważyć, że publikowane przez miliardera wpisy, odnoszące się do zagadnień okołorynkowych, często okazują się nieprawdziwe. Zdarza się również, że zmienia on zdanie i wycofuje się z opublikowanych decyzji. Jednak po publikacji cena akcji ulega dużym zmianom w kierunku zależnym od treści zamieszczonej informacji (i tym samym intencji zamieszczającego).

Dobrym przykładem jest ankieta opublikowana 6 listopada 2021 roku przez Muska na Twitterze. Zawierała ona dwie opcje, na które mogła głosować społeczność – czy Musk ma sprzedać 10% swoich akcji Tesli, czy też nie. Jak stwierdził autor ankiety, wynik miał być wiążący (Bursztynsky i Kolodny, 2021). Tak duży napływ akcji na giełdę musiałby spowodować ruch cenowy. Widząc więc wyniki głosowania (wyniki były widoczne w czasie rzeczywistym i dynamicznie się zmieniały z przewagą opcji popierającej sprzedaż), inwestorzy zaczęli pozbywać się swoich akcji, obniżając tym samym mocno ich kurs. Jak później się okazało, Musk zaplanował sprzedaż akcji już wcześniej, a pierwsze kroki w tym celu podjął we wrześniu (Tabor, 2022). Ozna-

czało to więc oczywistą manipulację, a sama ankieta nie miała służyć jako sposób podejmowania decyzji, tylko jako narzędzie do ingerowania w wycenę akcji.

W sierpniu 2018 roku Musk opublikował wiadomość o planowanym skupie akcji spółki Tesla po 420 dolarów za sztukę. Liczba 420 jest identyfikowana z paleniem marihuany, a Musk często nawiązuje do niej w swoich przekazach (Tabor, 2022). Już ten fakt skłania do podania w wątpliwość wiarygodności oferty wykupu i intencji autora, który prawdopodobnie chciał w ten sposób jedynie wpłynąć na kurs. Była to niezwykle atrakcyjna cena w zestawieniu z ówczesną rynkową wartością, co spowodowało nagły wzrost kursu akcji – i równie nagły spadek – po tym, jak Musk porzucił plany skupu akcji, tłumacząc to brakiem środków. Publikowanie takich planów działania, bez wcześniejszego zsumowania i przemyślenia kosztów operacji również wydaje się nieprawdopodobne, zwłaszcza jeśli informacja pochodzi od dyrektora generalnego spółki. Niecałe dwa miesiące od tego incydentu Musk został oskarżony przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd o łamanie przepisów o obrocie papierami wartościowymi poprzez podawanie nieprawdziwych informacji w celu podwyższenia kursu akcji spółki (Podskoczy, 2018). Zaraz po wniesieniu pozwu wycena spadła o ponad 5%. Tesla oraz Musk zawarli ugodę z SEC (Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), według której zatwierdzane musiały być tweety Muska, które mogłyby potencjalnie wpłynąć na wycenę instrumentów finansowych (miliarder pomimo tego wciąż publikował mylące inwestorów informacje). Musk został również zmuszony do rezygnacji ze stanowiska prezesa zarządu Tesli i wraz ze spółką musieli zapłacić grzywnę w wysokości 20 mln dolarów (Stempel, 2023).

Fake newsy są często skierowane do mniej doświadczonych inwestorów, którzy często poszukują okazji inwestycyjnych, kierując się opiniami i wiadomościami zamieszczanymi w Internecie. Pozwala to stosunkowo łatwo manipulować takimi jednostkami.

6. Oportunizm banków na rynku złota i srebra poprzez *spoofing*

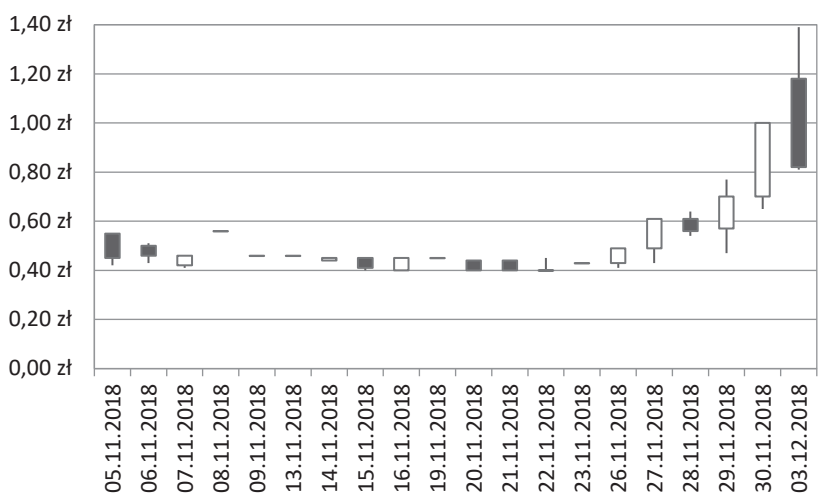
W 2016 roku wyszła na jaw manipulacja, jakiej dopuściły się banki na rynkach kontraktów terminowych na złoto i srebro. Zaangażowane w proceder miały być Deutsche Bank, Bank Nova Scotia, UBS i HSBC (Zając, 2016). Efekty owej manipulacji były zauważane już lata wcześniej, jednak brakowało dowodów pozwalających jednoznacznie wykazać oszustwo. Banki ustalały ceny, co umożliwiało im zawieranie bardzo intratnych transakcji. Robiły to, stosując technikę manipulacji nazywaną spoofingiem. Polega ona na składaniu wielkich relatywnie do rynku, na który chce się wpłynąć, zleceń zakupu lub sprzedaży i natychmiastowym ich anulowaniu (Fxmag, b.d.). Pozornie takie działanie nie ingeruje w rynek – nie zostaje przecież zrealizowane, a instrumenty nie zmieniają swojego właściciela ani nie zachodzi transakcja. Jednak w rzeczywistości skutkowało ono spadkiem lub wzrostem notowań instrumentu, poprzez wywołanie wśród innych uczestników rynku wrażenia występowania odpowiednio zwiększonej podaży lub popytu.

Beneficjentami takich działań były osoby posiadające w momencie spadków otwartą odpowiednią pozycję na manipulowanym rynku. Mogły to być te same banki, które dopuszczały się nielegalnych działań w postaci spoofingu. Banki zostały pociągnięte do odpowiedzialności, jednak wyjątkowy okazał się przypadek Deutsche Banku, który poszedł na ugodę z poszkodowanymi inwestorami, unikając tym samym rozwiązywania sprawy na drodze sądowej (jak to miało miejsce z resztą zamieszanych banków). Zgodnie z ugodą bank miał zrekompensować inwestorom straty poniesione przez nich w związku z manipulacjami (Kolany, 2016). Jest to jeden z niewielu przypadków (w stosunku do ogólnej liczby udowodnionych manipulacji), w którym zwrócono pieniądze osobom realnie stratnym na procederze.

7. Ingerencja w wycenę akcji spółki FTI Profit poprzez *wash trading*

Wash trading to transakcja papierami wartościowymi, która nie pociąga za sobą zmiany stanu ich posiadania (Wikipedia, *Wash Trade*, b.d.). Polega ona na sztucznym zwiększaniu wolumenu (a co za tym idzie także ceny) poprzez jednoczesną sprzedaż i kupno instrumentu. Głównym celem takiej praktyki jest wpłynięcie na postronnych inwestorów i zachęcenie ich do zawarcia niekorzystnej transakcji.

Spółka FTI Profit, zajmująca się głównie skupowaniem wierzytelności pieniężnych, weszła w 2018 roku na rynek akcji NewConnect. Początkowo wolumen obrotu akcjami w czasie jednej sesji oscylował w granicach od 10 tys. do 12 tys. sztuk. Jednak 26 listopada rozpoczął się jego bardzo gwałtowny wzrost, a już 3 grudnia obrotowi w czasie sesji uległo 1 113 659 akcji (KNF, 2019). Stanowi to ponad 101 razy



Rys. 2. Kurs obrotu akcjami FTI Profit SA

Źródło: opracowanie własne.

wyższy wolumen (względem średniej wartości z początkowego okresu wynoszącej 11 tys. sztuk). Taki wzrost obrotu musiał implikować również wzrost ceny – i tak też się stało. Od 26 listopada do 3 grudnia cena wzrosła z 0,45 zł do 1,39 zł (zob. rys. 2).

Ze względu na brak jakichkolwiek czynników mogących uzasadnić gwałtowny wzrost zainteresowania akcjami spółki, KNF rozpoczął badanie rynku. Jego wynikiem była informacja o oszustwie, jakiego dopuściła się grupa manipulatorów, która spowodowała wzrosty, by następnie odsprzedać akcje z zyskiem. W okresie między 26 listopada a 3 grudnia transakcje członków grupy stanowiły aż 75% w ogólnym wolumenie sprzedaży. Transakcje wewnętrzne pomiędzy członkami grupy to zaś aż 56% wolumenu (Torchała, 2019). Oprócz wash tradingu grupie postawiono również zarzuty stosowania *pump and dump* oraz spoofingu (KNF, 2019).

Znacznie łatwiejsze do manipulowania, a co za tym idzie najczęściej obierane za cel działania oportunistów są instrumenty o niewielkiej płynności. Jednak właśnie w takich przypadkach najłatwiej wykryć stosowanie nielegalnych praktyk. Często więc bardziej wprawieni, dysponujący większym kapitałem manipulanci wybierają popularne segmenty rynku. Potencjalne zyski z manipulacji są tam dużo mniejsze, jednak rekompensuje to bliskie zeru ryzyko wykrycia i udowodnienia podstępnych działań.

8. Podsumowanie

Inwestorzy na rynku kapitałowym na różne sposoby starają się oddziaływać na wartość rynkową poszczególnych instrumentów finansowych. Jeśli taki proceder się powiedzie i zostanie dobrze wykorzystany, może przynieść ogromne zyski manipulantowi, a tym samym adekwatne kwotowo straty osobom dotkniętym oszustwem, które nie są świadome podejmowanych przez oportunistę działań i postępują zgodnie z zasadami obowiązującymi na rynku. Manipulacja w tym kontekście to szereg działań nakierowanych na podaż lub popyt, których celem jest podwyższenie lub obniżenie kursu instrumentu. Docelowo powinno to spowodować otwieranie transakcji kupna lub sprzedaży przez innych uczestników rynku po kursie umożliwiającym osiągnięcie korzyści finansowych przez inicjatora tych działań. Może to przebiegać na wiele różnych sposobów, między innymi poprzez sztuczne zwiększanie wolumenu obrotu (łączna liczba papierów wartościowych, które zmieniły właściciela, liczona dla danego papieru wartościowego lub rynku (GPW, b.d.)), duże operacje, zawierane z zamiarem wzbudzenia zainteresowania drobnych inwestorów, fake newsy lub obniżanie płynności transakcyjnej instrumentu. Takie działania są nielegalne oraz nieetyczne. Jednak oportuniści wciąż starają się przechytrzyć system zwodzeni wizją bogactwa.

Próby manipulacji, niezależnie od ich finalnej skuteczności, zmniejszają atrakcyjność rynku kapitałowego w oczach inwestorów. Należy pamiętać, że pieniądze nie są generowane przez giełdę, a potencjalny zysk oportunisty jest równy stracie, którą w większości ponoszą prawdopodobnie indywidualni inwestorzy, niezamieszani w oportunistyczne działania.

Na skutek oportunistycznych działań inwestorzy są wprowadzani w błąd i inwestują w spółki, których efektywność działania budzi wątpliwości. Instrumenty, które potencjalnie odzwierciedlają większą wartość rzeczywistą mogą zostać wyparte przez te, które tylko pozornie są okazją inwestycyjną. Można więc zauważyć negatywną selekcję, która niekorzystnie wpływa na stabilność rynku, a co za tym idzie, również na opinie o jego bezpieczeństwie jako formie lokowania pieniędzy. W takim przypadku napływa mniej kapitału, co źle oddziałuje na cały rynek.

Mniejsza atrakcyjność rynku powoduje wyjście z niego części inwestorów i mniejszy napływ nowych, a tym samym spadek kapitału. Skutkiem tego jest powszechny spadek cen akcji i ich niższy poziom, relatywnie do ich ceny optymalnej. Strat można doszukiwać się również w samych spółkach, które często są posiadaczami zarówno własnych, jak i obcych akcji. Potencjalnie może to doprowadzić do upadłości spółek, a tym samym pogorszenia koniunktury w gospodarce.

Pomimo podjęcia wielu prób ograniczenia manipulacji cenowych, praktyki te wciąż występują i przechylają szalę korzyści w kierunku ludzi, którzy je stosują. Kary, jakie grożą za takie działania, są, zdaniem autora, zbyt małe zarówno w przypadku ograniczenia wolności, jak i kar pieniężnych i ograniczeń wykonywania zawodu (jak w sytuacji wyżej omówionego przypadku dotyczącego PGNiG). Kary pieniężne są egzekwowane przez państwo, więc żadna z potencjalnych konsekwencji, które są wyciągane przez odpowiednie organy, nie rekompensuje strat głównym poszkodowanym, czyli innym, uczciwym uczestnikom rynku. Jedyną szansą na odzyskanie utraconych w wyniku oszustwa pieniędzy jest wniesienie oskarżenia do sądu. Nie zawsze jednak jest to możliwe, ponieważ inwestorzy zwykle nie są świadomi, że ich strata była właśnie wynikiem manipulacji. Takie działanie wiąże się również z dodatkowymi kosztami i formalnościami, z którymi osoby fizyczne nie zawsze są w stanie sobie poradzić.

Techniki manipulacyjne stały się jeszcze skuteczniejsze w związku z lockdownem, będącym wynikiem pandemii koronawirusa. Wtedy właśnie biura maklerskie informowały o powstawaniu ponadprzeciętnie duże ilości nowych kont maklerskich indywidualnych inwestorów. Taki stan rzeczy mógł mieć miejsce między innymi z powodu spadków cen instrumentów finansowych na rynkach zarówno polskich, jak i zagranicznych, oraz obniżki stóp procentowych. Część inwestorów była również zdesperowana do zarobienia (w ich mniemaniu) łatwych pieniędzy, co było skutkiem utraty pracy i nie stanowiło wtedy rzadkości. W wyniku tego duża część napływającego wówczas kapitału była zarządzana przez ludzi niedoświadczonych i nieznających praw rządzących rynkiem, bardziej podatnych na oportunistyczne praktyki.

Nic nie zapowiada końca występowania oportunistycznych praktyk na rynkach kapitałowych ani nawet zmniejszenia częstotliwości ich występowania. Bazują one na wykorzystywaniu wolności transakcyjnej, której odebranie zaprzeczyłoby sensowi istnienia samych rynków, oraz na ograniczonej racjonalności osób. Zdaniem autora niemożliwe jest na ten moment zlikwidowanie zjawiska manipulacji rynkowych poprzez uniemożliwienie jego stosowania. Jedynym sposobem na zachowanie poprawnego

funkcjonowania rynku pozostaje dbanie o możliwie najsprawniejszy system wykrywania potencjalnych manipulacji oraz ich surowe karanie, które mogłoby odstraszyć przynajmniej część jednostek zainteresowanych stosowaniem takich praktyk.

Literatura

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons". Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, *84*(3). https://doi.org/10.2307/1879431

Błachnio-Parzych, A. (2011). *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*. Wolters Kluwer.

Bursztynsky, J. i Kolodny, L. (2021, 6 listopada). *Elon Musk Says He's Using a Twitter Poll to Determine the Future of 10% of His Tesla Shares*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.cnbc.com/2021/11/06/elon-musk-is-using-a-twitter-poll-to-decide-the-future-of-his-tesla-stock.html

Eur-lex. (2012). Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0236

European Parliament. (2010, 8 listopada). *Naked short selling*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20100923BKG83508/glossary-on-the-alternative-investment-fund-managers-directive/9/naked-short-selling

Fxmag. (b.d.). *Spoofing*. Pobrano z https://www.fxmag.pl/co-to-jest/spoofing

GPW. (b.d.). *Wolumen obrotu*. Słownik terminów giełdowych. Pobrano z https://www.gpw.pl/slownik-terminow-gieldowych/202?ph_main_02_start=show

Jendroszczyk, P. (2009, 6 stycznia). *Niemiecki miliarder odebrał sobie życie*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art15855171-niemiecki-miliarder-odebral-sobie-zycie

Kądziołka, K. (2016). *Wybrane przestępstwa na rynku kapitałowym*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://depot.ceon.pl/bitstream/handle/123456789/11671/artyku%20_k_k%20dzio%20ka.pdf?sequence=1

KNF. (2017, 2 marca). *Komunikat w sprawie nałożenia kary administracyjnej na Piotra Zarębskiego*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_w_sprawie_kary_Piotr_Zarebski_49422_56830.pdf

KNF. (2019, 5 lutego). *Komunikat KNF w sprawie spółki FTI Profit SA*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/komunikat_knf_w_sprawie_spolki_fti_profit_sa_64603.pdf

Kolany, K. (2016, 14 kwietnia). *Deutsche Bank przyznał się do manipulacji na rynkach złota i srebra*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://www.bankier.pl/wiadomosc/deutsche-bank-przyznal-sie-do-manipulacji-na-rynkach-zlota-i-srebra-7359930.html

Kubicki, M. (2022, 21 marca). *Jak działa spółdzielnia? Manipulacje na giełdzie wciąż żywe*. Pobrano z https://www.bankier.pl/wiadomosc/jak-dziala-spoldzielnia-manipulacje-na-gieldzie-wciaz-zywe-8299488.html

Kwieciński, J. (2019). Przestępstwo manipulacji na rynku kapitałowym w świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i prawa wspólnotowego. *Studia i Prace. Kolegium Zarządzania i Finansów*, (174). https://doi.org/10.33119/SIP.2019.174.1

Lesman, U. (2022, 27 maja). *Musk pozwany przez inwestorów Twittera za manipulacje akcjami.* Pobrano z https://cyfrowa.rp.pl/globalne-interesy/art36382521-musk-pozwany-przez-inwestorow-twittera-za-manipulacje-akcjami

Martysz, C. (2012a, 19 kwietnia). *Cornering, czyli przepis na giełdowy przekręt*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://skarbiec.biz/gospodarka/19_04_2012.htm

Martysz, C. (2012b, 3 maja). *Giełdowi cwaniacy, czyli jak manipulować na giełdzie*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.bankier.pl/wiadomosc/gieldowi-cwaniacy-czyli-jak-manipulowac-na-gieldzie-2510456.html

Olagues, J. (2023, 24 października). *The Truth About Naked Short Selling*. Pobrano z https://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/09/naked-short-selling.asp

Podskoczy, A. (2018, 28 września). *Elon Musk oskarżony o manipulowanie kursem Tesli*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://www.parkiet.com/gospodarka-swiatowa/art20370381-elon-musk-oskarzony-o-manipulowanie-kursem-tesli

Puls Biznesu. (2013, 24 lutego). *5 najgłośniejszych przypadków insider tradingu*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://www.pb.pl/5-najglosniejszych-przypadkow-insider-tradingu-706282

Stempel, J. (2023, 1 września). *U.S. Judge Approves Payouts from Elon Musk's SEC Settlement.* Pobrano 13 kwietnia z https://www.reuters.com/legal/us-judge-approves-payouts-elon-musks-sec-settlement-2023-09-01/

Street Authority. (2018, 11 kwietnia). *5 Market Manipulation Tactics and How to Avoid Them*. Pobrano z https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11

Szewc-Rogalska, A. (2015). Oportunizm podmiotów i instytucji jako stymulator ryzyka finansowego. *Nauki o Finansach*, *1*(22).

Tabor, P. (2022, 08 lutego). *Elon Musk ma problemy przez tweety? SEC zarzuca manipulowanie kursem Tesla Inc*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://comparic.pl/elon-musk-ma-problemy-przez-tweety-sec-zarzuca-manipulowanie-kursem-tesla-inc/

Torchała, A. (2019, 5 lutego). *KNF złożyła zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia przestępstwa manipulacji na akcjach FTI Profit*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://www.bankier.pl/wiadomosc/knf-zlozyla-zawiadomienie-o-podejrzeniu-popelnieniu-przestepstwa-manipulacji-na-akcjach-fti-profit-7640957.html

Torchała, A. (2021, 26 stycznia). *GameStop – jak inwestorzy z Reddita utarli nosa funduszom*. Pobrano z https://www.bankier.pl/wiadomosc/gamestop-jak-inwestorzy-z-reddita-utarli-nosa-funduszom-8044203.html

Wallstreetmojo Team. (b.d.). *Pump and Dump*. Pobrano z https://www.wallstreetmojo.com/pump-and-dump/#h-example

Wikipedia. (b.d.) *Cornering the Market*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://en.wikipedia.org/wiki/cornering_the_market

Wikipedia. (b.d.). *Pump and dump*. Pobrano 12 kwietnia 2023 z https://pl.wikipedia.org/wiki/Pump_and_dump

Wikipedia. (b.d.). *Wash Trade*. Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://pl.wikipedia.org/wiki/Wash_trade

Williamson, O. E. (1998). *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu. Firmy, rynki, relacje kontraktowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Zając, B. (2016, 15 kwietnia). *Deutsche Bank przyznał się do manipulacji na giełdzie*! Pobrano 13 kwietnia 2023 z https://www.fxmag.pl/artykul/deutsche-bank-przyznal-sie-do-manipulacji-na-gieldzie

Opportunistic Activities of Investors on Capital Markets – Case Studies

Abstract: The purpose of this article is to outline the phenomenon of opportunism in the actions of investors seeking to gain an unfair advantage over other market participants. Situations of opportunistic abuses in the form of market manipulation, such as cornering on Volkswagen shares, insider trading in PGNiG and spoofing banks on the gold market are cited. The issue of detecting and preventing such behavior is also addressed.

Keywords: opportunism, capital markets, manipulation, information asymmetry, adverse selection