



## Komunikat KNF dotyczący dynamicznej zmiany ceny akcji Elektrociepłowni Będzin SA

3 lipca 2023

## I. Wprowadzenie

---

„Dla zintegrowanego i sprawnie funkcjonującego rynku finansowego oraz większego zaufania inwestorów konieczna jest integralność rynku. Bezproblemowe funkcjonowanie rynków papierów wartościowych oraz społeczne zaufanie do rynków są koniecznym warunkiem rozwoju gospodarczego i dobrobytu. Nadużycia na rynku szkodzą integralności rynków finansowych i zmniejszają zaufanie społeczeństwa do papierów wartościowych, instrumentów pochodnych i wskaźników referencyjnych”<sup>1</sup>.

„Zabrania się każdej osobie dokonywania manipulacji na rynku lub usiłowania dokonywania manipulacji na rynku”<sup>2</sup>.

Zabrania się każdej osobie wykorzystywania i bezprawnego ujawniania informacji poufnych<sup>3</sup>.

Nadzór nad prawidłowym funkcjonowaniem rynku papierów wartościowych, w tym rynku organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)<sup>4</sup>.

## II. Najważniejsze ustalenia

---

Czynności nadzorcze prowadzone przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) nie wykazały nieprawidłowości w obrocie akcjami<sup>5</sup> Elektrociepłowni Będzin SA (BDZ lub Spółka), notowanymi na GPW. Analiza zleceń i transakcji, zawieranych na akcjach Spółki w okresie od 1.06. do 22.06.2023 r. w zakresie potencjalnej manipulacji kursem, nie potwierdziła podejrzenia manipulacji na rynku, zdefiniowanej w art. 12 Rozporządzenia MAR i odpowiadającej opisom praktyk zawartych w Załączniku I do Rozporządzenia MAR oraz w Załączniku II do Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17.12.2015 r.

W związku tym KNF nie znajduje podstaw do zawieszenia notowań BDZ na podstawie art. 20 ust. 2 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

---

<sup>1</sup> Punkt 1 preambuły dyrektywy 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).

<sup>2</sup> Art. 15 rozporządzenia 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 (Rozporządzenie MAR).

<sup>3</sup> Art. 14 lit. a i c Rozporządzenia MAR.

<sup>4</sup> Art. 4 ust. 1 pkt 1 w zw. z art. 1 ust. 2 pkt 4 ustawy z dnia 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym.

<sup>5</sup> ISIN: PLECBDZ00013

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego prowadzi w tej sprawie czynności wyjaśniające dotyczące potencjalnego złamania zakazu ujawniania i wykorzystania informacji poufnej, o których mowa a w art. 14 lit. a i lit. c Rozporządzenia MAR.

Kierując się zasadą przejrzystości, w związku z dynamiczną zmianą ceny akcji Elektrociepłowni Będzin SA w okresie od 1.06.2023 r. do 22.06.2023 r. KNF przedstawia analizę i ocenę zachowań kursu w tym czasie z punktu widzenia manipulacji opisaney w art. 12 ust. 1 i ust. 2 Rozporządzenia MAR oraz informację na temat innych działań UKNF w tej sprawie.

### III. Objaśnienie podstawowych pojęć dotyczących manipulacji

---

- 2.1 Manipulacja „**pump and dump**” – zajmowanie pozycji długiej w instrumencie finansowym, a następnie podejmowanie dalszych działań polegających na kupnie lub dalszym szerzeniu wprowadzających w błąd informacji pozytywnych na temat instrumentu finansowego, w celu podwyższenia ceny instrumentu finansowego, poprzez przyciągnięcie innych kupujących. W momencie, gdy cena znajduje się na sztucznie wysokim poziomie, zajęta pozycja długa jest wyprzedawana – działanie zazwyczaj znane jako zawyżanie ceny instrumentu przeznaczonego do sprzedaży.
- 2.2 Manipulacja „**layering and spoofing**” – składanie dużej liczby zleceń lub dużych zleceń, często w odosobnieniu po jednej stronie arkusza zleceń, w celu wykonania transakcji po drugiej stronie arkusza zleceń, co pozwala uzyskać lepszą cenę. W momencie dokonania transakcji, zlecenia których w ogóle nie zamierza się wykonać, są usuwane.
- 2.3 Manipulacja „**wash-trades**” – przystępowanie do porozumień sprzedaży lub kupna instrumentu finansowego, w przypadku gdy nie zachodzi żadna zmiana w udziałach, w korzyściach lub ryzyku rynkowym, lub w przypadku, gdy udział w korzyściach bądź ryzyko rynkowe zostaje przeniesione między stronami, które działają w porozumieniu lub w zмовie. Tę praktykę można również zilustrować za pomocą następujących dodatkowych okoliczności wskazujących na manipulację na rynku:
  - (i) nietypowego powtarzania transakcji w nielicznej grupie stron przez pewien okres,
  - (ii) transakcji lub zleceń zawarcia transakcji, które zmieniają lub jest prawdopodobne, że zmienią wycenę pozycji, nie zmniejszając ani nie zwiększając rozmiaru tej pozycji.
- 2.4 Manipulacja „**momentum ignition**” – wprowadzanie serii zleceń lub zawieranie transakcji mających na celu zapoczątkowanie trendu lub jego zaostrenie, a następnie zachęcenie innych uczestników rynku do zawierania transakcji wzmacniających trend. Kontynuacja trendu daje możliwość zamknięcia pozycji przy korzystniejszych poziomach cenowych.

## 2.5 Manipulacja informacją obejmuje schematy zachowań takie jak:

- zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne działania lub zachowania wpływające albo mogące wpływać na cenę jednego lub kilku instrumentów finansowych, związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp – art. 12 ust. 1 lit. b) Rozporządzenia MAR (manipulacja często występująca łącznie z manipulacją „pump and dump”)
- rozpowszechnianie za pośrednictwem mediów, w tym Internetu lub przy użyciu innych środków, informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy lub co do jego ceny, lub zapewniają utrzymanie się lub mogą zapewnić utrzymanie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych na nienaturalnym lub sztucznym poziomie, w tym rozpowszechnianie plotek – w przypadku gdy osoba rozpowszechniająca te informacje wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te były fałszywe lub wprowadzające w błąd rozpowszechnianie – art. 12 ust. 1 lit. c) Rozporządzenia MAR.

## IV. Opis wydarzeń i ustalenia UKNF

---

### 4.1. Informacje o Spółce, przebiegu notowań jej akcji i realizowanych transakcjach

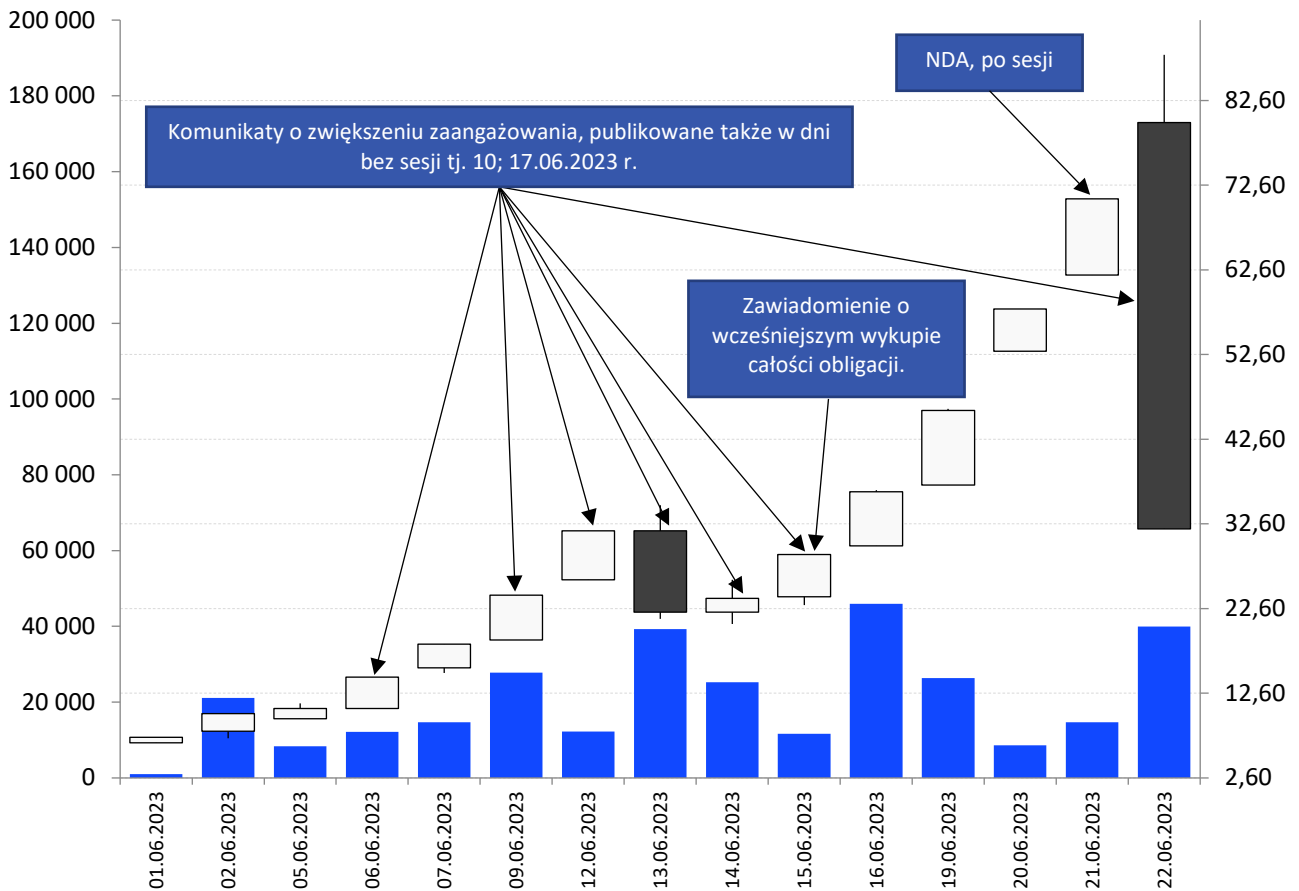
Elektrociepłownia „Będzin” SA jest spółką holdingową, a od stycznia 2023 r. rozpoczęła działalność związaną z handlem paliwami, w szczególności węglem energetycznym. Działalność produkcyjna Spółki koncentruje się w obszarze wytwarzania ciepła i energii elektrycznej w kogeneracji w spółce zależnej Elektrociepłownia Będzin sp. z o.o. Akcje Spółki notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 8.12.1998 r.

Od 1.06.2022 r. do 31.05.2023 r. notowania Spółki pozostawały w trendzie bocznym i wahały się od 4,8 zł (21.12.2022 r.) do 8 zł (26.05.2023 r.). Średni wolumen transakcyjny w tym okresie był niewielki i wynosił 1 151 akcji na sesję.

Od 1.06.2023 r. notowania akcji Spółki zaczęły dynamicznie rosnąć, od 6,75 zł na zamknięciu 31.05.2023 r. do 80,00 zł na otwarciu sesji 22.06.2023 r. (maksimum tego dnia to 88 zł). Największy udział w wolumenie obrotu akcjami Spółki w tym czasie miała Grupa Altum („Altum”), główny akcjonariusz Spółki, który na 31.05.2023 r. posiadał 1 381 976 akcji, uprawniających do wykonania 1 381 976 głosów, stanowiących 43,88% ogólnej liczby głosów. Wszystkie zawierane przez Altum transakcje były prawidłowo raportowane do rynku.

Wykres 1 oraz Tabela 1 prezentują zachowania rynkowe, jakie miały miejsce na akcjach Spółki w analizowanym okresie.

**Wykres 1.** Notowania Spółki od 1.06. do 22.06.2023 r.



Źródło: UKNF

W okresie tego dynamicznego wzrostu Grupa Altum dokonywała dalszych zakupów akcji BDZ zwiększając swój stan posiadania do 45,8%<sup>6</sup>.

W Tabeli 1 zestawiono transakcje dokonane przez Grupę Altum z pozostałymi transakcjami zawartymi przez uczestników obrotu. Udział w wolumenie kupna Grupy Altum systematycznie spadał wraz ze wzrostem ceny, a także wzrostem obrotów na Spółce, które spowodowane były zwiększonym zainteresowaniem ze strony spekulantów.

**Tabela 1.** Transakcje dokonane przez Altum z pozostałymi transakcjami zawartymi przez uczestników obrotu na wybranych sesjach kwiecień – maj 2023 r. (selekcja dokonana pod kątem najistotniejszych, największych akumulacji) oraz w okresie analizy tj. od 1.06.2023 r. do 22.06.2023 r.

<sup>6</sup> RB 89/2023

DATA_SESJI	WOLUMEN OBROTU	KURS ZAMKNIĘCIA W ZŁ.	ZMIANA KURSU	WOLUMEN KUPNA GRUPY ALTUM	UDZIAŁ GRUPY ALTUM W WOLUMENIE KUPNA
2023-04-03	25 186	6,25	-3,10%	23 129	91,8%
2023-04-17	7 068	7,00	2,94%	6 570	93,0%
2023-04-18	4 169	7,00	0,00%	4 000	95,9%
2023-04-24	17 279	7,70	10,00%	17 037	98,6%
2023-04-25	20 982	7,70	0,00%	20 629	98,3%
2023-04-26	10 491	7,70	0,00%	10 470	99,8%
2023-05-05	7 965	7,75	-0,64%	7 761	97,4%
2023-05-11	14 181	7,30	-3,95%	13 500	95,2%
2023-05-22	3 584	7,35	0,68%	3 584	100,0%
2023-06-01	1 008	7,40	9,63%	1 007	99,9%
2023-06-02	21 140	10,20	37,84%	17 998	85,1%
2023-06-05	8 399	10,80	5,88%	2 610	31,1%
2023-06-06	12 146	14,50	34,3%	6 325	52,1%
2023-06-07	14 705	18,40	26,9%	4 704	32,0%
2023-06-09	27 797	24,20	31,5%	4 134	14,9%
2023-06-12	12 236	31,80	31,4%	1 000	8,2%
2023-06-13	39 262	22,20	-30,2%	4 258	10,8%
2023-06-14	25 284	23,80	7,2%	1 165	4,6%
2023-06-15	11 667	29,00	21,9%	1 141	9,8%
2023-06-16	45 970	36,40	25,5%	2 263	4,9%
2023-06-19	26 332	46,00	26,4%	0	0,0%
2023-06-20	8 595	58,00	26,1%	0	0,0%
2023-06-21	14 669	71,00	22,4%	0	0,0%
2023-06-22	39 928	32,00	-54,9%	14 631	36,6%

#### 4.2. Ustalenia KNF w zakresie dotyczącym manipulacji

W obrocie akcjami Spółki nie stwierdzono zachowań manipulacyjnych, które mogły mieć miejsce w kontekście obserwowanego wzrostu:

**Nie stwierdzono manipulacji „pump and dump”**, ponieważ Grupa Altum nie dokonywała transakcji sprzedaży oraz miała ograniczony udział w zawyżaniu kursu Spółki. Od 19.06. do 21.06.2023 r., kiedy kurs wzrósł z 36,4 zł do 71 zł, Grupa Altum nie uczestniczyła w handlu akcjami Spółki i pozostała w pełni transparentna wobec rynku, informując prawidłowo o dokonywanych zakupach.

**Nie stwierdzono manipulacji „layering and spoofing”**, ponieważ nie składano wysokowolumenowych zleceń kupna w celu realizacji zleceń sprzedaży. Nie było nierównowagi w arkuszu zleceń.

**Nie stwierdzono kreowania sztucznego wolumenu obrotu** poprzez zawieranie transakcji „wash trades”, czyli sam ze sobą. Analiza nie wykazała działania w porozumieniu, a strumienie przepływu akcji były znacząco rozproszone.

**Nie stwierdzono manipulacji typu „momentum ignition”** ponieważ rynek, po „wybiciu” kursu między 2.06. a 5.06.2023 r., kontynuował zwyżkę z pełną świadomością, że podmiot inicjujący trend może pojawić się po drugiej stronie

rynku. Dodatkowo, w przypadku działań Grupy Altum, podaż akcji, która mogła nastąpić po okresie akumulacji, nie wystąpiła. Jak przedstawiono w Tabeli 1 Grupa Altum limitowała cenę, jaką była skłonna zapłacić za akcje Spółki, a granica ta do 1.06.2023 r. włącznie wynosiła 7,70 zł. Chęć dalszej akumulacji „zmusiła” jednak najwyraźniej tego inwestora do zwiększenia limitu zleceń kupna, gdyż po tej cenie nie było już dostępnej żadnej podaży. To z kolei przyciągnęło uwagę spekulantów i „rozkręciło” kurs.

**Nie stwierdzono manipulacji informacją** zdefiniowanej w art. 12 ust. 1 lit. b Rozporządzenia MAR.

UKNF wnikliwie monitoruje informacje rozpowszechniane na forach internetowych czy mediach społecznościowych pod kątem manipulacji.

Wpisy przedstawiające opinie i scenariusze co do potencjalnych planów i kierunków rozwoju Spółki są obecnie nieodłącznym elementem funkcjonowania rynku kapitałowego. Na forach internetowych czy w mediach społecznościowych swoją opinię może wygłosić każdy. Nie sposób uznać, że w każdym przypadku będzie to wiarygodne źródło informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, gdyż osoby zamieszczające wpisy na forum często nie mają kwalifikacji, aby wygłaszać poglądy na tematy związane z rynkiem finansowym. Inni użytkownicy nie mają natomiast informacji na temat wiedzy ani doświadczenia takich osób.

Co istotne, prawodawca unijny przyjmuje model racjonalnego inwestora, opierającego swoje decyzje inwestycyjne na informacjach, którymi już dysponuje, tj. na informacjach dostępnych *ex ante*<sup>7</sup>.

Na pytanie, czy podejmując decyzję inwestycyjną, racjonalny inwestor prawdopodobnie wziętyby pod uwagę określoną informację, należy więc odpowiedzieć na podstawie informacji dostępnych *ex ante*. Ocena taka musi uwzględniać spodziewany wpływ informacji w świetle całokształtu powiązanej działalności emitenta, niezawodność źródła informacji oraz wszelkie inne zmienne rynkowe, które w danych okolicznościach mogą wpłynąć na instrumenty finansowe, powiązane kontrakty towarowe na rynku kasowym lub produkty sprzedawane na aukcjach na podstawie uprawnień do emisji.

Mając na uwadze model inwestora przedstawiony przez prawodawcę unijnego, nie można zatem założyć, że taki inwestor opierałby swoje decyzje inwestycyjne wyłącznie na anonimowych informacjach, bez ich odpowiedniej weryfikacji. Posty na forach internetowych lub w mediach społecznościowych nie mogą być wyłączną podstawą do sformułowania uzasadnionego podejrzenia manipulacji, a kwalifikacja danego zachowania nie może być oderwana od innych okoliczności warunkujących wypełnienie znamion manipulacji.

**Nie stwierdzono manipulacji informacją** zdefiniowanej w art. 12 ust. 1 lit. c) Rozporządzenia MAR, ponieważ wszystkie informacje publikowane przez Spółkę w tym okresie, dotyczące zwiększania zaangażowania przez Altum lub osoby

---

<sup>7</sup> Pkt 14 preambuły Rozporządzenia MAR.

pełniące obowiązki zarządcze, były wymagane zgodne z wymaganymi przepisami prawa, w szczególności art. 19 Rozporządzenia MAR oraz art. 69 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej. Pozostałe istotne informacje opublikowane przez Spółkę w tym okresie, a dotyczące wcześniejszego wykupu obligacji oraz podpisania NDA z ORLEN Synthos Green Energy sp. z o.o. („OSGE”), były zgodne z prawdą.

#### 4.3. Ustalenia dotyczące uzasadnienia przebiegu notowań akcji Spółki

W ocenie UKNF na znaczącą zmienność w obrocie akcjami Spółki miały wpływ:

- (1) pozytywne informacje publikowane od 1.06. do 22.06.2023 r., dotyczące zwiększenia zaangażowania w Spółkę głównego udziałowca, jak i Wiceprezesa Zarządu oraz wykupu obligacji i podpisania NDA z OSGE, co obrazuje Wykres 1,
- (2) niski free float (udział akcji w wolnym obrocie), który spadł poniżej 10%.

Zwiększona zmienność na akcjach Spółki przyciągnęła grono spekulantów akceptujących znaczące ryzyko zmiany kursu. Wymienione czynniki nie nosiły znamion manipulacji.

Pięcioro najaktywniejszych inwestorów (poza Grupą Altum) miało od 1,88 do 3,37% udziału w wolumenie obrotu akcjami Spółki od 1.06. do 22.06.2023 r. W sumie w handlu akcjami Spółki w czerwcu 2023 r. uczestniczyło około 1000 inwestorów.

Udział 5 najaktywniejszych inwestorów został zaprezentowany w Tabeli 2.

**Tabela 2.** Sumaryczny udział 5 najaktywniejszych Inwestorów na akcjach Spółki od 1.06. do 22.06.2023 r.

Wolumen Kupna	Wolumen Kupna %	Wartość Kupna	Wolumen Sprzedaży	Wolumen Sprzedaży %	Wartość Sprzedaży	Wolumen Saldo	Wolumen Razem %
40 666	13,15%	1 301 577	36 973	11,96%	1 289 820	3 693	12,56%

Zbliżone wolumeny po stronie kupna i sprzedaży potwierdzają spekulacyjny charakter inwestycji.

Analiza zgromadzonych na dzień 28.06.2023 r. informacji nie wskazuje, aby inwestorzy ci byli powiązani ze Spółką. Jednocześnie, dokonane na akcjach Spółki spekulacyjne transakcje kupna i sprzedaży wpisywały się w ich dotychczasowy profil inwestycyjny.

## V. Działania nadzorcze UKNF

Z uwagi na brak okoliczności wskazujących na możliwość dokonywania obrotu akcjami Spółki z naruszeniem interesów inwestorów, KNF nie widzi powodu do zawieszenia notowań na podstawie art. 20 ust. 2 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, w związku z podejrzeniem dokonania manipulacji zdefiniowanej w art. 12 ust. 1 i ust. 2 Rozporządzenia MAR. Powyższy wniosek wynika z ustaleń wskazujących na brak schematów noszących cechy manipulacji w rozumieniu Rozporządzenia MAR.



Urząd KNF na bieżąco monitoruje obrót akcjami Spółki, a w razie stwierdzenia okoliczności wskazujących na dokonywanie manipulacji na rynku, zostaną podjęte odpowiednie środki prawne, włącznie z żądaniem od GPW zawieszenia obrotu tymi akcjami.

Niezależnie od powyższych ustaleń w zakresie dotyczącym manipulacji, z uwagi na okoliczności wskazujące na możliwość wystąpienia nadużycia na rynku polegającego na ujawnieniu lub wykorzystaniu informacji poufnej UKNF prowadzi od 23.06.2023 r. postępowanie wyjaśniające.

Ustalenie okoliczności wskazujących na ujawnienie lub wykorzystanie informacji poufnej, których zakazuje art. 14 lit. a i c Rozporządzenia MAR, będzie skutkowało złożeniem do organów ścigania zawiadomienia o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa z art. 180 lub art. 181 ustawy z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Przekazanie do publicznej wiadomości informacji zawartych w niniejszym komunikacie ma na celu poszerzenie wiedzy uczestników rynków finansowych dotyczącej możliwych nadużyć rynkowych i ich rozpoznawanie.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa

[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)