

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
ZLORABA NOTRANJIH INFORMACIJ

Ljubljana, avgust 2002

ANDREJA METEŽ

IZJAVA

Študentka _____ izjavljam, da sem avtorica tega
diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____.
Dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. POMEMBNI POJMI	2
1.1 NOTRANJA INFORMACIJA	2
1.2 KDO JE NOTRANJA OSEBA?	3
1.2.1 Delitev po direktivi o trgovanju z notranjimi informacijami	4
1.2.2 Delitev v pet skupin	5
1.2.3 Delitev na tri tipe	5
1.3 ZLORABA NOTRANJIH INFORMACIJ	6
2. TEMELJNA NAČELA POSLOVNE ETIKE	7
3. ETIČNO VREDNOTENJE TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI	8
3.1 GLAVNI RAZREDI ETIČNIH ARGUMENTOV	8
3.1.1 Poštenost	9
3.1.2 Lastniška pravica nad informacijo	10
3.1.3 Škoda za male vlagatelje	10
3.2 VPLIV NA DELOVANJE SVOBODNEGA TRGA	12
3.3 UPOŠTEVANJE TEORIJ PRAVIČNOSTI	14
4. EKONOMSKO VREDNOTENJE TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI	17
4.1 ARGUMENTI ZA DEREGULIRANJE PODROČJA TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI	18
4.1.1 Manjše nihanje tečajev vrednostnih papirjev	18
4.1.2 Učinkovit način nagrajevanja podjetnikov	19
4.1.3 Analiza javne izbire	19
4.1.4 Povečanje učinkovitosti kapitalskega trga, boljša alokacija kapitala	20
4.2 SVETOVNA CENA ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ	21
5. OBRAMBNI MEHANIZMI PRED ZLORABAMI NOTRANJIH INFORMACIJ	22
5.1 OBJAVLJANJE NOTRANJIH INFORMACIJ	23
5.2 STATUSNO POROČANJE PRIMARNIH INSIDERJEV	23
5.3 UKREPI KITAJSKEGA ZIDU	23
6. NAJVEČJI PRIMER ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V ZDA	25

7.	ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V EVROPSKI UNIJI	27
7.1	PRAVNA UREDITEV	27
7.2	PRIMERI ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ.....	29
8.	ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI	31
8.1	PRAVNA UREDITEV	31
8.2	PRIMERI ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ.....	32
	SKLEP	36
	LITERATURA	39
	VIRI	41
	PRILOGA	1

UVOD

Zloraba notranjih informacij je ena najpogostejših kršitev poštenega poslovanja na organiziranem trgu z vrednostnimi papirji v 20. in 21. stoletju; označujejo jo kot kriminal prihodnosti (Pinterič, Nidorfer, 2002, str. 23). S tržnim gospodarstvom in borzo vrednostnih papirjev postaja to vprašanje aktualno tudi v Sloveniji. Namen diplomskega dela je predstaviti pojem zlorabe notranjih informacij na trgu vrednostnih papirjev z etičnega, ekonomskega ter pravnega vidika, s primeri pa prikazati težavnost odkrivanja in dokazovanja trgovanja z notranjimi informacijami, kljub ustrezni pravni podlagi.

O zlorabi notranjih informacij govorimo, ko posameznik prejme informacijo pred drugimi udeleženci trga vrednostnih papirjev ter jo uporabi pri odločitvi o vlaganju v vrednostne papirje, na katere se informacija nanaša, ali jo posreduje nekemu drugemu in si s tem ustvari dobiček ali prepreči izgubo.

Prva teza diplomskega dela je, da tudi na trgu vrednostnih papirjev prihaja do izkoriščanja informacijske prednosti. V Sloveniji obstaja trg vrednostnih papirjev, zato so verjetne tudi zlorabe notranjih informacij. Druga teza je, da je v Sloveniji zaradi načina privatizacije podjetij zloraba notranjih informacij na nek način vgrajena v sistem. Majhnost države, velika prepletenost pravnih in fizičnih oseb, neseznanjenost ljudi s tem pojavom in odsotnost sodne prakse stanje še poslabšujejo. Tretja teza je, da je zloraba notranjih informacij v Sloveniji pogosta in da se omogoča velike dobičke. Prav tako pa je temeljna teza diplomskega dela, da je zloraba notranjih informacij neetično dejanje, ki ga je zaradi varovanja nalog trga kapitala, vlagateljev na tem trgu ter načela zaupanja med delodajalci in zaposlenimi potrebno pravno urediti. Izredno pomembno je tudi izvajanje prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami v praksi.

Diplomsko delo je tematsko razdeljeno na osem vsebinskih sklopov. V prvem poglavju kratko razložim pojme, ki so pomembni za razumevanje. Predstavim pojem notranje informacije in problematiko njene opredelitve, definiram, kdo vse je ali je lahko notranja oseba oziroma insider, kako je opredeljena zloraba notranjih informacij, in opozorim na razliko med izrazoma "insider trading" in "insider dealing" ter njunima slovenskima prevodoma. Drugo poglavje je namenjeno predstavitvi temeljnih načel poslovne etike po Thomasu Dunfeeju in tretje predstavitvi najbolj prepričljivih etičnih argumentov za pravno sankcioniranje tega dejanja po mnenju Jennifer Moore, Patricie H. Werhane in Richarda L. Lippkeja. V naslednjem poglavju predstavim najbolj znane ekonomske argumente za dereguliranje področja trgovanja z notranjimi informacijami in raziskavo o vplivu uveljavitve zakona o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami na stroške financiranja podjetij z lastniškim kapitalom. V petem poglavju navedem obrambne

mehanizme pred zlorabo notranjih informacij. Najbolj učinkoviti so preventivni mehanizmi, med katere spadajo objavljane notranjih informacij, poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji in ukrepi tako imenovanega kitajskega zidu. V šestem poglavju predstavim največji in najbolj znan primer zlorabe notranjih informacij v ZDA - razkrinkano mrežo trgovanja z notranjimi informacijami Levinea, Boeskya in Siegla. Sedmo in osmo poglavje sta namenjeni predstavitvi pravne ureditve prepovedi zlorab notranjih informacij v Evropski uniji in v Sloveniji ter navedbi nekaterih znanih in zanimivih primerov zlorab v Evropski uniji in pri nas.

1. POMEMBNI POJMI

1.1 NOTRANJA INFORMACIJA

Notranje informacije so vse tiste cenovno občutljive informacije, ki jih pridobijo določene osebe o določenem podjetju in katerih poznavanje pomeni ključno vedenje o določenem podjetju. Bistvo je, da so to tiste informacije, s katerimi javnost še ni bila uradno seznanjena. Nasprotje notranji informaciji je uradna javna in pomembna informacija o podjetju, ki jo podjetje samo oziroma njegova pooblaščenca oseba na vnaprej predpisan in določen način sporoči javnosti tako, da jo vsi dobijo na vsem dostopen način in hkrati (Veselinovič, 2000, str. 16). Pri notranji informaciji gre torej za neobjavljeno, nerazkrito informacijo, informacijo natančne (cenovno občutljive) narave, ki utegne imeti vpliv na sestavo in višino cene vrednostnega papirja. Terminologija ni enotna in tako se uporabljajo tudi pojmi privilegirana informacija, vnaprejšnja informacija in cenovno občutljiva informacija. Te informacije imajo v posesti primarni insiderji oziroma pridejo z njimi v stik sekundarni insiderji, izvirajo pa iz družbe, katere vrednostni papirji so zajeti s transakcijo. V praksi so notranje informacije predvsem informacije o spremembah politike dividend, o poslovnih rezultatih, o stanju v podjetju, o spremembi lastniške strukture, investicijah, morebitnih prevzemih, združitvah podjetij in druge informacije, ki na temelju porazdelitve kapitala družbe utegnejo vplivati na poslovno politiko podjetja (Grilc, 1994, str. 558-559).

V Sloveniji se za notranjo informacijo po Zakonu o trgu vrednostnih papirjev (1999, 275. člen) šteje vsaka natančna informacija, ki se nanaša na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev, ki še ni postala dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev.

Boštjan Usenik (2001a, str. 27) meni, da bi bilo za učinkovitejši pregon kršiteljev prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami potrebno razširiti pojmovanje notranje

informacije. Zdajšnja zakonodaja določa, da so notranje informacije samo natančne informacije, čeprav ima prenos nenatančnih nejavnih, cenovno občutljivih informacij prav tako škodljive posledice. Po sedanji zakonodaji bi zaradi sedanje ozko definirane določbe notranje informacije osebi, ki bi prodala delnice podjetja X na podlagi nejavne informacije, da na primer podjetje X posluje bistveno slabše od javno objavljenih napovedi, ne mogli dokazati (poskusa) neupravičeno pridobljene koristi. Toda tudi taka nenatančna informacija ima za vlagatelja dovolj visoko cenovno občutljivost in ima lahko zanj prav toliko uporabne vrednosti kot natančna informacija, da bi jo lahko imeli za notranjo informacijo. Zato bi po mnenju avtorja morali oznako "natančna" izpustiti iz pojmovanja notranje informacije.

1.2 KDO JE NOTRANJA OSEBA?

Za osebe, ki pred drugimi prejemajo informacije, pomembne za tečaj vrednostnega papirja, s katerim javno trgujejo (notranje informacije), se je uveljavil izraz "insiderji". Angleški izraz "insider" je v uporabi tudi v nekaterih drugih državah, saj se prevodi te besede povsod niso uveljavili. V Sloveniji je namesto "insiderja" v uporabi tudi izraz "notranja oseba" (Špec, 1996, str. 15), označuje se ga tudi opisno, na primer "tisti, ki je z notranjo informacijo seznanjen" (Čeh, 2002a, str. 8) in podobno, v uporabi je tudi poslovenjena različica "insajder" (Vozel, 2002, str. 9). V nadaljevanju bom uporabljala izraz "insider", ki je med različnimi avtorji največkrat uporabljen ter zato morda tudi najbolj jasen.

Za insiderje je značilna informacijska prednost. Sam status insiderja, dejstvo, da oseba pozna nejavno informacijo, ni pravni problem. Problem nastane, ko nekdo, ki ima status insiderja, notranjo informacijo, za katero je izvedel pred drugimi, uporabi za nakup ali prodajo vrednostnega papirja ali jo neupravičeno sporoči nekemu drugemu. Tedaj govorimo o zlorabi notranje informacije. Nasproten pomen izraza "insider" je "outsider" ali "zunanja oseba" (Špec, 1996a, str. 36-37).

Po slovenskem Zakonu o trgu vrednostnih papirjev (1999, 275.člen) je oseba, ki so ji neposredno dostopne notranje informacije, imetnik kvalificiranega deleža pravne osebe in član uprave oziroma nadzornega sveta pravne osebe. Po tem zakonu (276.člen) nihče ne sme pridobiti vrednostnih papirjev ali z njimi razpolagati na podlagi notranjih informacij. Prav tako tudi oseba, ki so ji neposredno dostopne notranje informacije, teh informacij ne sme razkrivati tretjim osebam ali na njihovi podlagi priporočati tretjim osebam pridobitve ali razpolaganja z vrednostnimi papirji.

1.2.1 Delitev po direktivi o trgovanju z notranjimi informacijami

Po direktivi Sveta Evrope o trgovanju z notranjimi informacijami (direktiva 89/592/EEC) insiderje delimo na dve skupini (Juhart, 1994, str. 183):

- ◆ Primarni oziroma direktni insiderji so tisti, ki pridobijo informacije zaradi položaja, ki ga imajo v razmerju do izdajatelja vrednostnega papirja. To so osebe, ki imajo informacije, ker so člani v upravnem, poslovodnem ali nadzornem organu izdajatelja vrednostnega papirja ali imajo kapitalsko udeležbo pri izdajanju vrednostnega papirja ali pa imajo dostop do informacij zaradi zaposlitve, poklica ali dolžnosti.
- ◆ Sekundarni oziroma indirektni insiderji (imenovani tudi prejemniki informacije) so tisti, ki se do informacije dokopljejo bodisi v stiku s primarnimi insiderji (dajalci informacije) bodisi kako drugače zunaj okvirov njihovega rednega delovanja. V to skupino razvrščamo osebe, ki imajo notranje informacije, katerih neposredni ali posredni vir je lahko samo primarni insider in ki se tega dejstva zavedajo. Značilnost sekundarnega insiderja je predvsem, da pridobi informacijo in se hkrati zaveda njenega pomena. Okoliščina, da je informacija pridobljena prek posrednika, ni pomembna.

Primarni insiderji imajo torej notranje informacije v posesti neizogibno, kar je posledica njihovega položaja, poklica ali druge aktivnosti. Sekundarni insiderji pridobijo informacijo od primarnega in jo uporabijo ali pa ne. Delitev je pomembna, ker so prepovedi ravnanja za prvo skupino bistveno strožje.

Primarnim insiderjem so po direktivi Sveta Evrope o trgovanju z notranjimi informacijami prepovedane tri skupine ravnanj (Juhart, 1994, str. 184):

- ◆ trgovanje (to je pridobivanje ali odtujevanje) z vrednostnim papirjem na lasten račun ali na tuj račun,
- ◆ razkritje notranje informacije ne glede na učinkovanje na trgovanje z vrednostnim papirjem,
- ◆ zastopanje in svetovanje.

Prepoved trgovanja z vrednostnim papirjem na lasten ali na tuj račun je ostra sankcija, katere namen je preprečiti izkoriščanje prednosti, ki jih prinaša informacija. Direktiva z drugo prepovedano skupino ravnanj meri na razkritje informacije brez ustrezne pravne podlage oziroma na način, ki investitorjem ne zagotavlja enakih pogojev. Večino primarnih insiderjev kumulativno zavezujejo še pravila o varovanju poslovnih skrivnosti. Svetovanje je prepovedano neodvisno od tega ali se kasneje na podlagi nasveta transakcija izpelje ali ne.

Za sekundarne insiderje so prepovedi manj stroge. Zanje velja zgolj prepoved trgovanja z vrednostnim papirjem, na katerega se informacije nanašajo. Druge prepovedi niso obvezne, vendar direktiva prepušča državam članicam, da se same odločijo ali bodo tudi za sekundarne insiderje razširile krog prepovedanih dejanj.

1.2.2 Delitev v pet skupin

Pri osebah, ki opravljajo določene poklice, dejavnosti ali aktivnosti v podjetjih, na trgu vrednostnih papirjev ali naloge, ki so povezane z vrednostnimi papirji nasploh, je možnost zlorabe notranje informacije precej velika. Peter Grilc (1994, str. 559-560) razporedi te osebe v pet relativno konsistentno zaključenih skupin. V prvo skupino spadajo osebe, ki so poglavitni vir notranjih informacij. To so izdajatelji vrednostnih papirjev, predvsem njihovi direktorji, uslužbenci ali funkcionarji izdajateljev, pretežni ali kontrolni delničarji oziroma družbeniki, ponekod tudi pravne osebe in družba, ki trguje z lastnimi vrednostnimi papirji. V drugi skupini so osebe, ki so pogodbeno povezane z izdajatelji. V tej skupini so na primer svetovalci, odvetniki, računovodje, revizorji, arhitekti, banke, pooblaščenici udeleženci trga vrednostnih papirjev in njihovi zaposleni. Tretja skupina so institucionalni investitorji iz krogov, ki so blizu bankam, v četrti skupini so državni uradniki. V zadnji skupini so druge osebe, predvsem novinarji, ki notranje informacije pridobijo na tiskovnih konferencah ali pa jih ustvarijo sami, in osebe, ki imajo informacije o prevzemu drugega podjetja v prihodnosti.

1.2.3 Delitev na tri tipe

Dražko Veselinovič (2000, str. 17) razdeli osebe, ki pridejo do cenovno občutljivih informacij, dokler še niso bile javno objavljene, v dva oziroma tri tipe. Prvi tip so osebe z notranjimi informacijami po definiciji (primarne osebe z notranjimi informacijami), ki notranje informacije dobijo avtomatično zaradi svojega položaja, strokovnosti, kapitalske povezanosti in podobno. Drugi tip so osebe, ki so tako imenovane potencialne osebe z notranjimi informacijami (sekundarne osebe z notranjimi informacijami). To smo vsi, ki lahko kakorkoli, kadarkoli in kjerkoli pridemo do cenovno občutljivih informacij, preden zanje izve širša javnost. Zadnji tip so dejanske osebe z notranjimi informacijami. To so vse osebe z notranjimi informacijami po definiciji in potencialne osebe z notranjimi informacijami, ki so naključno ali pa namerno pridobile notranjo informacijo.

1.3 ZLORABA NOTRANJIH INFORMACIJ

Zlorabe notranjih informacij so verjetno eden največjih problemov organiziranega trgovanja z vrednostnimi papirji na svetu nasploh in "so poleg pranja denarja največje zlo finančnega sveta 20. stoletja" (Jovanovič, 1997a, str. 222). Kriminalistična stroka govori o kriminalu "belih ovratnikov" (Jovanovič, 1997a, str. 222), imenujejo pa ga tudi kriminal prihodnosti (Pinterič, Nidorfer, 2002, str. 23).

Pri zlorabi notranjih informacij se ustvarjajo razlike med udeleženci borznega poslovanja, saj posamezniki pridejo v položaj, ko lahko z uporabo zaupnih podatkov dosežejo izjemne dobičke. Za borzo tako kot za druge vrste trga velja, da mora imeti vsak vlagatelj vsaj enako možnost dostopa do informacij, na podlagi katerih se bo lahko odločal po svojih sposobnostih. Pomembna pa ni samo možnost dostopa do informacij, ampak predvsem hitrost prejema informacij. Če nekdo prejme informacijo prej kot drugi vlagatelji in jo uporabi za svojo odločitev o vlaganju v vrednostne papirje, na katere se informacija nanaša, ali jo posreduje nekemu drugemu, pravimo, da zlorabi notranjo informacijo in si ustvari dobiček (Špec, 1996a, str. 35-37). Pri trgovanju na borzi so informacije ključnega pomena za odločanje, so denar. Tisti, ki ima notranje informacije, lahko svoje odločitve sprejema hitreje in varneje kot drugi, ki takih informacij nimajo (Veselinovič, 1995, str. 48).

Kazenski zakonik Republike Slovenije (1994, 243. člen) zlorabo notranje informacije definira kot dejanje, ko nekdo v nasprotju s svojimi dolžnosti varovanja notranjih informacij, ki so mu dostopne v zvezi z njegovim delom pri opravljanju gospodarske dejavnosti ali v zvezi z njegovim položajem, takšno informacijo, ki bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnih papirjev in javnosti še ni znana, sporoči nepoklicani osebi ali jo kako drugače izkoristi ter s tem povzroči fizični ali pravni osebi neenakopraven položaj na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Za zlorabo notranje informacije je zagrožena kazen z zapornom do treh let.

Glede razlike med terminoma "insider trading", trgovanje na podlagi notranjih informacij, in "insider dealing", poslovanje na podlagi notranjih informacij, pa Boštjan Špec (1996a, str. 37) opozarja, da je poslovanje na podlagi notranjih informacij potrebno ločiti od trgovanja na podlagi notranjih informacij, saj je poslovanje na podlagi notranjih informacij širši pojem kakor trgovanje, ker zajema tako trgovanje z notranjimi informacijami kot tudi drugačno izrabo notranjih informacij (na primer njihovo posredovanje drugi osebi). Opozarja, da ameriška praksa uporablja izraz "insider trading" oziroma trgovanje na podlagi notranjih informacij tudi za druge vrste trgovanja, torej pravzaprav za izraz poslovanje na podlagi notranjih informacij. Dušan Jovanovič (1997, str. 42) in Peter Grilc (1994a, str. 160) definirata trgovanje z notranjimi informacijami ("insider trading")

oziroma trgovanje na podlagi notranjih informacij ("insider dealing") enako. Draško Veselinovič (2000, str. 16) pa "insider trading" prevaja kot trgovanje z notranjimi informacijami in "insider dealing" kot poslovanje z notranjimi informacijami in prav tako opredeljuje poslovanje z notranjimi informacijami za širši pojem od trgovanja. Opozori, da je pojem zlorabe notranjih informacij lahko zelo širok, saj lahko vključuje celo vrsto takšnih vedenj in aktivnosti tudi na drugih področjih, ne samo na področju vrednostnih papirjev (na primer posedovanja zemljišča, skrite poškodbe igralcev in podobno).

V nadaljevanju zaradi racionalnosti in pogostejše uporabe v slovenskem prostoru uporabljam termin trgovanje z notranjimi informacijami kot prevod za "insider trading", ki hkrati vključuje tudi drugačno izrabo notranjih informacij (na primer njihovo posredovanje drugi osebi), torej tudi za "insider dealing".

2. TEMELJNA NAČELA POSLOVNE ETIKE

Poslovna etika so npravstvena načela in norme, ki naj bi predstavljale optimalno moralno-etično sistematično ureditev ter osmislitev poslovnih dejavnosti in odnosov (Sruk, 1999, str. 389). Enostavneje, poslovna etika je skupek moralnih načel, na podlagi katerih se sprejemajo poslovne odločitve. Etično neoporečno bi bilo, če bi delovali po načelu: ne stori nikomur nič takega, za kar si sam želiš, da drugi ne bi storili tebi (Vila, 1995, str. 133).

Thomas Dunfee je predlagal osem temeljnih načel poslovne etike (Glas, 2000, str. 29-30). Ta načela morajo izpolnjevati tri kriterije. Morajo biti realistična, torej razumljiva in uporabna, morajo biti uporabna, torej učinkovito uporabna v splošni poslovni praksi, in veljavna, torej utemeljena z določeno filozofsko teorijo etike.

Temeljna pravila poslovne etike so:

- 1) izhajanje iz načel skrbnega gospodarja,
- 2) zaupnost,
- 3) zvestoba do posebnih odgovornosti,
- 4) izogibanje možnostim nastanka pojava konflikta interesov,
- 5) voljno podrejanje zakonom,
- 6) delovanje v dobri veri na pogajanjih,
- 7) spoštovanje blaginje ljudi,
- 8) spoštovanje svobode in ustavnih pravic drugih oseb.

Zloraba notranjih informacij najbolj očitno krši štiri zgornja pravila poslovne etike in sicer:

pravilo zaupnosti, zvestobe do posebnih odgovornosti, izogibanje možnostim nastanka pojava konflikta interesov in pravilo voljnega podrejanja zakonom.

Pri številnih poslovnih razmerjih se izmenjajo zaupne informacije in managerji, ki so primarni insiderji, so odgovorni za to, da teh informacij, dobljenih v zaupnem razmerju, ne uporabijo za doseg lastnega dobička ali jih posredujejo komu drugemu. Pri zlorabi notranjih informacij gre tudi za kršenje načela zvestobe do posebnih odgovornosti, za zvestobo do dolžnosti, ki izhajajo iz zakonov, pogodb ali samih poslovnih odnosov. Manager je pogodbeno zavezan podjetju, s katerim je v pogodbenem razmerju, da deluje v njegovem interesu v okviru sprejetih zakonov in notranjih pravil. Manager se mora prav tako izogibati možnostim nastanka pojava konflikta interesov. Izogibati se mora položaju, da bi imel osebni interes za dejanja, ki lahko škodujejo podjetju ali delničarjem. Zato se mora vzdržati pri odločanju o vlaganju v vrednostne papirje, za katere poseduje notranje informacije, ali prenesti odločitev o tem na neodvisne osebe. Managerji naj bi se tudi voljno podrejali zakonom, upoštevali smisel zakonov in se izognili poskusom, da bi zaobšli namen zakonskih omejitev. V Sloveniji morajo upoštevati Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Kazenski zakonik in ostale zakone in pravila, ki določajo ravnanje na trgu vrednostnih papirjev.

3. ETIČNO VREDNOTENJE TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI

"Trgovanje z notranjimi informacijami je nepošteno in nemoralno, ekonomija ni pomembna. Kdor pa trdi, da je, je sam nemoralen," je prepričan Frank Easterbrook (Špec, 1996a, str. 55). V nadaljevanju bom predstavila najbolj prepričljive etične argumente proti trgovanju z notranjimi informacijami po mnenju avtorjev Jennifer Moore, Patricie H. Werhane in Richarda L. Lippke.

3.1 GLAVNI RAZREDI ETIČNIH ARGUMENTOV

Jennifer Moore (1990, str. 171-182) ugotavlja, da je trgovanje z notranjimi informacijami za prakso, ki pooseblja neetično poslovno vedenje, doživelo presenetljivo malo etične analize. Pristaši trgovanja z notranjimi informacijami, katerih argumenti temeljijo skoraj izključno na ekonomski učinkovitosti, naj bi pogosto etične argumente odpravili kot površne, a hkrati ponudili le malo lastnega pogleda.

J. Moore obravnava tri glavne razrede etičnih argumentov proti trgovanju z notranjimi

informacijami: argumente, ki temeljijo na poštenosti, argumente na podlagi lastniških pravic nad informacijo ter argumente na podlagi škode za male vlagatelje ali trga kot celote. Pravi, da imajo vsi argumenti nekatere resne pomanjkljivosti in nobeden sam zase ne zagotavlja zadostnega razloga za zakonsko prepoved trgovanja z notranjimi informacijami. To pa še ne pomeni, da razlogi za prepoved trgovanja z notranjimi informacijami ne obstajajo.

3.1.1 Poštenost

Nepoštenost je najpogosteje naveden razlog za neetičnost trgovanja z notranjimi informacijami. Za pristaše argumenta poštenosti je glavna značilnost trgovanja z notranjimi informacijami neenakost informacij med dvema stranema v transakciji. Obstajata dve verziji tega argumenta. Prva verzija trdi, da je trgovanje z notranjimi informacijami nepošteno, ker obe strani nimata enakih informacij in druga, ker obe strani nimata enakega dostopa do informacij.

Argument enakih informacij temelji na tem, da je trgovanje z notranjimi informacijami nepošteno, ker ima ena stran v transakciji informacije, ki jih druga stran nima, in je zato v prednosti. Če to drži, potem so vse transakcije, pri katerih obstaja neenakost informacij, ne samo trgovanje z notranjimi informacijami, nepoštene in tako neetične. J. Moore pa trdi, da tudi zakoni podpirajo trditev, da nasprotni strani v transakciji nismo moralno dolžni povedati vsega, kar bi bilo v njenem interesu, da ve.

V primeru, ko je nekdo dolžan razkritje nasprotni strani, je tudi pravno zavezan nasprotni strani razkriti vse informacije, ki so v njenem interesu. V tem primeru nasprotna stran verjame, da delujemo v njeno dobro in jo prevaramo, če tako ne delujemo. Torej je trgovanje z notranjimi informacijami napačno le, ko vključuje kršitev dolžnosti zaupanja nasprotni strani v transakciji. Primeri trgovanja z notranjimi informacijami, ki ne bi prelomili dolžnosti zaupanja, ne bi bili neetični, meni J. Moore.

Lahko bi dokazovali, da je trgovanje z notranjimi informacijami nepošteno, ker ima insider informacijo, ki malemu vlagatelju ni dostopna. Pristašem te verzije argumenta poštenosti ni pomembna insiderjeva informacijska prednost, ampak dejstvo, da te prednosti mali vlagatelj ne more preseči s trdim delom in svojo nadarjenostjo. Ne glede na vložen trud ne more do nejavnih informacij, ker te informacije varuje zakon. Do te neenakosti v informacijah (po mnenju J. Moore) pride, ker se ljudje specializirajo na različnih področjih. Ljudje nimajo pomanjkanja dostopa do informacij v nekem absolutnem smislu, ampak samo različne stroške pridobitve informacije. Različni stroški dostopa do informacij so preprosto funkcija delitve del. Podobnega mnenja je Frank Easterbrook, ki pravi, da manager v nekem pogledu vedno ve več kot delničar, toda

samo če je kaj neetičnega v delitvi del, je ta razlika neetična. Dejstvo, da so insiderji "nagnjeni" k skrivanju informacij, pa je resen očitek legaliziranju trgovanja z notranjimi informacijami. Če bi postalo trgovanje z notranjimi informacijami zakonsko dovoljeno, insiderji ne bi ustvarjali dobička samo z lastnim trgovanjem na podlagi teh informacij, ampak tudi z njihovo prodajo zainteresiranim kupcem.

Pristaši argumenta enakega dostopa do informacij morajo po mnenju J. Moore dokazati, v čem se informacijske prednosti insiderjev v primerjavi z malimi vlagatelji razlikujejo od informacijske prednosti na primer vodovodarja v primerjavi z njegovimi strankami in zakaj je informacijska prednost vodovodarja nepoštena. Učinkovitost argumenta poštenosti je po avtoričinem mnenju omejena le na situacije, v katerih je insider dolžan razkritje osebi, s katero trguje.

3.1.2 Lastniška pravica nad informacijo

Informacija ima vrednost, pridobi se z določenimi stroški, zato nanjo lahko gledamo kot na vrsto lastnine. Pristaši argumenta lastniške pravice nad informacijo trdijo, da je tudi nejavna informacija neke vrste lastnina in da je trgovanje z notranjimi informacijami nedopustno, ker vključuje kršitev lastniške pravice. Toda komu informacija pripada? Pripada tistemu, ki jo odkrije, ustvari ali naredi. Lastniško pravico nad informacijo ima podjetje (in/ ali njegovi delničarji) in ne posamezni zaposleni v podjetju. Zaposleni lahko odkrijejo, ustvarijo ali naredijo te informacije samo zato, ker za njimi stoji moč in ugled podjetja. Trgovanje z notranjimi informacijami je nedopustno, ker podjetje prikrajša za izključno uporabo informacije, za katero je podjetje vložilo določena sredstva. Teorija nezakonite prisvojitve temelji na dejstvu, da insider informacijo, ki pripada podjetju, uporabi na način, na katerega je ne bi smel - za osebni dobiček.

Če je torej notranja informacija lastnina podjetja, je uporaba te lastnine nedopustna le, če podjetje uporabo prepove - tedaj je neetična in nezakonita, razlaga J. Moore. Edini razlog, da podjetja trgovanja z notranjimi informacijami ne bi dovoljevala, bi bila škoda za druge vlagatelje in družbo na splošno.

3.1.3 Škoda za male vlagatelje

Obstajata dva glavna argumenta proti trgovanju z notranjimi informacijami, ki temeljita na tem, da to dejanje škodi malim vlagateljem. Prvi argument pravi, da praksa škodi malim vlagateljem, ki trgujejo z insiderji, drugi argument pa, da trgovanje z notranjimi informacijami ruši zaupanje vlagateljev v trg, kar povzroči njihov umik s trga, to pa škodi trgu kot celoti. Pristaši trgovanja z notranjimi informacijami (na primer Henry Manne),

trdijo, da veliki posli insiderjev približajo ceno vrednostnih papirjev njihovi "realni" vrednosti, torej vrednosti, ki odseva vse pomembne informacije o vrednostnem papirju. J. Moore zatrjuje, da trgovanje z notranjimi informacijami ni "zločin brez žrtev", kot zatrjujejo pristaši trgovanja z notranjimi informacijami, le da je pogosto težko ugotoviti, kdo so žrtve in v kakšnem obsegu so bile ogoljufane. Kar vlagateljem škodi, je, da nimajo popolnih informacij o določenem vrednostnem papirju. Sama prepoved trgovanja z notranjimi informacijami te škode ne bo odpravila, če pa bi bilo trgovanje z notranjimi informacijami dovoljeno, bi to gotovo naredilo trg vrednostnih papirjev še bolj tvegan za male vlagatelje.

Ker kapitalni trg v kapitalističnih gospodarstvih igra pomembno vlogo v alokaciji sredstev, je drugi argument na osnovi škode za celoten trg zelo resen. Slabost argumenta je, da se obrača pretežno samo na čustva ali percepcije malih vlagateljev in se ne vpraša, ali so te percepcije upravičene. Če torej trgovanje z notranjimi informacijami v resnici škoduje malim vlagateljem, potem je izguba zaupanja verjeten razlog za zakonsko prepoved trgovanja; če pa, kot trdijo mnogi, praksa ne škodi malim vlagateljem, potem je pametno vlagatelje izobraziti in ne zakonsko prepovedati trgovanja. Po mnenju J. Moore bo potrebno narediti več raziskav za ugotovitev točnega vpliva trgovanja z notranjimi informacijami na malega vlagatelja.

J. Moore povzame, da sta najmočnejša argumenta proti trgovanju z notranjimi informacijami dolžnost zaupanja, ki je v interesu delničarjev, in ideja notranje informacije kot lastnine podjetja. Toda v obeh primerih je dopustnost trgovanja z notranjimi informacijami odvisna od pogodbenega razmerja med podjetjem, njegovimi delničarji in zaposlenimi. Razmerje zaupanja, ki ga J. Moore izpostavi kot moralno in pravno obveznost med dvema stranema, po mnenju pristašev trgovanja z notranjimi informacijami ni tako pomembno. Le-ti trdijo, da bi dopustitev trgovanja povečala možnost, da bi zaposleni delovali v interesu podjetja in delničarjev.

J. Moore zavrne to trditev in poda štiri možnosti, ko lahko zaposleni potegnejo dobiček iz notranje informacije, ne da bi pri tem podjetje imelo korist oziroma ima škodo:

- 1) V primeru, da notranja informacija ni pozitivna, ampak negativna, ima ta negativna informacija za insiderja vrednost, prav tako kot pozitivna. Dopustitev trgovanja na podlagi negativne notranje informacije spodbuja dejanja, ki škodijo podjetju. Dopustiti zaposlenim, da ustvarijo dobiček iz škode za podjetje, zmanjšuje spodbudo za zaposlene, da se izogibajo tem škodam.
- 2) Ena od možnosti za ustvarjanje dobička na osnovi notranje informacije je ustvarjanje informacije z govoricami in je za zaposlenega prav tako dobičkonosno kot ustvarjanje resnične notranje informacije. Dopustitev trgovanja z notranjimi informacijami bi nudilo

veliko spodbudo za neproduktivno ustvarjanje informacij ali tržno manipuliranje.

- 3) Problem predstavljajo zastonjkarji, tisti, ki dejansko ne prispevajo k nastanku informacije, a se je kljub temu zavedajo in lahko iz trgovanja na njeni podlagi ustvarijo dobiček. Če zastonjkarjev ni mogoče izključiti iz trgovanja, potem ni spodbude za nastanek informacije.
- 4) Če bi bilo trgovanje z notranjimi informacijami dovoljeno, bi lahko odvrnilo pozornost zaposlenih od vsakodnevnega poslovanja na večje spremembe, tako pozitivne kot negativne, iz katerih bi lahko s trgovanjem z notranjimi informacijami ustvarili velike dobičke.

Trgovanje z notranjimi informacijami naj bi bilo zakonsko prepovedano, ker posamezna podjetja nimajo sredstev za učinkovito prepoved oziroma za onemogočanje trgovanja z notranjimi informacijami in drugič, ker ima družba finančni interes za zaupno razmerje. J. Moore trdi, da je kršenje dolžnosti zaupanja središče obrambe prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami.

3.2 VPLIV NA DELOVANJE SVOBODNEGA TRGA

P. H. Werhane (1989, str. 841-845) ovrednoti trgovanje z notranjimi informacijami tako z moralnega kot tudi z ekonomskega vidika. Poskuša dokazati, da trgovanje z notranjimi informacijami tako v sedanji prepovedani obliki kot tudi kot dovoljen tržni mehanizem krši zasebnost vpletenih strani, ruši konkurenco in spodkopava učinkovito in pravilno delovanje svobodnega trga.

P. H. Werhane trdi, da trgovanje z notranjimi informacijami kot prepovedana dejavnost ovira svobodni trg. Trgovanje z notranjimi informacijami je v tem primeru podobno igri z določenimi pravili, pri kateri nekatera pomembnejša ravnanja (na primer trgovanje z notranjimi informacijami) zakonsko prepovemo. Toda vsi igralci ne poznajo vseh pravil in ne vedo, katera pravila v resnici vodijo igro. Tudi nekateri igralci, ki poznajo ta pravila in bi lahko sodelovali, ne sodelujejo, ker nekatera najbolj pomembna ravnanja niso dovoljena. Igra je nepravilna, ne samo zato, ker nekateri igralci niso poučeni o najbolj pomembnih pravilih, ampak tudi zato, ker so ta "posebna" pravila nezakonita in jih zato uporabljajo samo nekateri od "priviligiranih" igralcev.

V primeru, ko trgovanje z notranjimi informacijami ne bi bilo prepovedano ali bi bilo dekriminalizirano, ne bi bilo nepošteno, ker bi prav vsi lahko z notranjimi informacijami trgovali nekaznovano. Trg bi deloval bolj učinkovito, ker bi najboljše informirani in iznajdljivi lahko izkoristili svoje sposobnosti. Kakršnikoli dobički ali izgube bi bili posledica

proste konkurence in bi bili normalen rezultat te konkurence.

Ena od obramb pristašev trgovanja z notranjimi informacijami je, da bi notranje informacije morale biti in ostati zasebne, njihovo širitev bi lahko regulirali le njihovi lastniki (podjetje). Vendar je nemogoče razširiti informacijo vsem zainteresiranim stranem enako in pošteno ali pa obdržati informacijo skrivno, zato je težko preprečiti trgovanje z notranjimi informacijami. Naslednja obramba trgovanja z notranjimi informacijami temelji na tem, da tisti, ki so poučeni o notranji informaciji, trgujejo na podlagi možnosti, ne pa gotovosti. Trgujejo namreč pred dejanskim dogodkom, kar pomeni tveganje. Tvegajo in če bodo naredili napako, jih bo trg sam kaznoval. H. Manne ter nekateri ekonomisti menijo, da je trgovanje z notranjimi informacijami koristno za outsiderje. Zaradi trgovanja z notranjimi informacijami cene vrednostnih papirjev bolje predstavljajo vrednost podjetja kot cene vrednostnih papirjev, ki niso pod vplivom trgovanja z notranjimi informacijami. To izboljša poštenost trga in koristi vsem udeležencem.

P. H. Werhane meni, da so ti argumenti za trgovanje z notranjimi informacijami prepričljivi, ker outsiderji domnevno niso oškodovani zaradi privilegiranih informacij, ki jim niso dosegljive, in imajo morda celo koristi od trgovanja z notranjimi informacijami. In ker trg kaznuje hitre zaslužkarje, trgovanja z notranjimi informacijami ne moremo imeti za izkoriščanje.

A vendar je nekaj narobe s temi trditvami; po njenem mnenju pride do tega zaradi delno napačnega pogleda na delovanje svobodnega trga, kar izhaja iz napačne interpretacije Adam Smithovih ugotovitev sebičnosti in "nevidne roke".

Predvideva se, da nereguliran svobodni trg, ki ga vodita konkurenca in sebičnost, deluje neodvisno in je trgovanje z notranjimi informacijami, ki ga vodi sebičnost in omejujejo konkurenčne sile (nevidna roka), samo zaplet, ne pa odklon na trgu. Vendar težava ni v pojmovanju trgovanja z notranjimi informacijami kot zakonite dejavnosti, ampak v sliki ekonomskih akterjev na svobodnem trgu. Smith ima popolno svobodo za potreben pogoj za konkurenco, toda popolna konkurenca se pojavi samo, ko sta obe strani v transakciji bolj ali manj enaki. Trg je torej najbolj učinkovit in pošten, ko obstaja konkurenca med enakovrednima stranema. Smithova teza se glasi, da "nevidna roka" deluje zato in samo tedaj, ko ljudje delujejo z zadržano sebičnostjo, s sebičnostjo, omejeno z razlogom, moralnimi normami in sočutjem. Če ne delujejo tako (zato sebičnost škodi drugim udeležencem), je to "kršitev zakonov" ali pa "kršitev pravil poštene igre". Ko sebičnost uide z nadzora, tedaj jo je po njegovem mnenju potrebno urediti z zakonom.

Trgovanje z notranjimi informacijami, dovoljeno ali prepovedano, negativno vpliva na ideal laissez-fairea kateregakoli trga, ker ovira njegovo bistvo - konkurenco. Notranja

informacija ni na voljo vsakomur, zato je preprečena konkurenca, ki je odvisna od enakih možnosti za vse strani. Če konkurenca ustvarja najučinkovitejši trg, ga trgovanje z notranjimi informacijami vsekakor ne ustvarja, ker konkurenco "obvladujejo" insiderji. P. H. Werhane pravi, da bi enak dostop do informacij vsakemu udeležencu dovoljeval trgovanje na osnovi enake prednosti. Zato se popolna konkurenca, ki je cilj svobodnega trga in cilj večine pristašev trgovanja z notranjimi informacijami, prej doseže brez trgovanja z notranjimi informacijami.

Drugi etični problem trgovanja z notranjimi informacijami je, da ne ščiti zasebnosti informacije, ki naj bi jo ščitil. Če notranja informacija, na primer informacija o združitvi dveh podjetij, pride do osebe, ki te notranje informacije ne bi smela posedovati, ima to lahko tri negativne učinke. Prvič, oseba, ki nepooblaščno poseduje notranjo informacijo (ali njene stranke), so lahko zainteresirane stranke v združitvi in informacija ima za njih vrednost. Drugič, trgovanje na podlagi te privilegirane informacije nudi nepošteno prednost tem osebam. Tretjič, njihovo trgovanje lahko odseva neutemeljen optimizem ali pesimizem o končnem izidu združitve, o dogodku, ki se še ni zgodil. V teh primerih trgovanje z notranjimi informacijami ustvarja večje tveganje na trgu. Zato tržna učinkovitost, ki naj bi po mnenju pristašev trgovanja z notranjimi informacijami opravičevala tako trgovanje, ni zagotovljena.

3.3 UPOŠTEVANJE TEORIJ PRAVIČNOSTI

R. L. Lippke (1993, str. 241-250) se pri predstavitvi argumentov proti trgovanju z notranjimi informacijami osredotoči na argumente poštenosti. Ti argumenti temeljijo na ideji, da bi dopustitev trgovanja z notranjimi informacijami pomenila postavitev takih pravil za trgovanje na trgu vrednostnih papirjev, ki so nepoštena do outsiderjev (Lippke uporablja izraz non-insiders). Outsiderji so osebe, ki ne posedujejo nejavnih informacij oziroma nimajo dostopa do teh informacij, do katerih imajo dostop insiderji. Skuša dokazati, da predvidevanja o poštenosti v najboljšem primeru dopuščajo okrnjeno dožemanje pravice in v najslabšem primeru brez argumenta dovoljujejo politični in ekonomski status quo v deželah z velikimi neenakostmi.

R. L. Lippke najprej povzame razprave o poštenosti pri trgovanju z notranjimi informacijami. Odkar je trgovanje z notranjimi informacijami zakonsko prepovedano, obstaja preprost argument, ki kaže, kako je njegov obstoj nepošten do outsiderjev. Insiderji, ki trgujejo na podlagi nejavnih informacij, namesto da bi jih razkrili ali se vzdržali trgovanja na njihovi podlagi, se obnašajo na način, ki krši socialna pričakovanja, ki so jih pravila povzela. Toda ali naj bi bilo trgovanje z notranjimi informacijami, moralno gledano, zakonsko prepovedano? Kaj je nepošteno pri tem dejanju? Za R. L. Lippkeja je

najbolj verodostojen argument "enak dostop do informacij". Napačno je predvidevati, da morajo vse strani v tržni transakciji imeti enake informacije, kajti to bi določene osebe prikrajšalo za informacijsko prednost. Outsiderji namreč nimajo dostopa do informacij, na podlagi katerih insiderji trgujejo. Informacijske prednosti, ki jih imajo insiderji, outsiderji namreč ne morejo "prebroditi" z delavnostjo ali naporom. Outsiderji zato, ker nimajo dostopa do informacij pred javno objavo, izgubijo možnost dodatnega zaslužka. Ta dobiček dobi insider, kar je po mnenju pristašev tega argumenta nepošteno do outsiderjev. V primeru, ko je trgovanje z notranjimi informacijami zakonsko dovoljeno, se outsiderji lahko utemeljeno pritožujejo, da so pravila postavljena na način, ki daje nepravilno prednost insiderjem in imajo sami zato škodo. Po mnenju nekaterih avtorjev (na primer Billa Showa) pa že sedanja pravila v zvezi s trgovanjem z notranjimi informacijami dajejo prednost insiderjem v primerjavi z outsiderji, če ne drugega, insiderji vedo, kdaj ne trgovati, pravilo razkritja ali vzdržanja pa to dovoljuje.

R. L. Lippke se ne strinja z utemeljitvijo zavrnitve "enakega dostopa do informacij" F. Easterbrooka in J. Moore, ki trdita, da se outsiderji ne morejo upravičeno pritoževati, da imajo ali nimajo enakega dostopa do informacij, saj bi se lahko odločili za kariero managerja in tako prišli do notranjih informacij. Ali pa, kot trdi F. Easterbrook, da so različni stroški informacij preprosto funkcija delitve del. Zagovorniki argumenta "enakega dostopa do informacij" trdijo, da imajo v mislih enak dostop preko tipičnih poti, preko katerih podjetja informacije o sebi sporočajo javnosti (javne objave). Menijo, da obstaja razlika med trditvijo "outsiderji bi morali previdneje raziskati svojo investicijsko odločitev", kar trdijo sami, in "outsiderji bi morali narediti drugačno odločitev o karieri", kar trdita F. Easterbrook in J. Moore. R. L. Lippke prav tako meni, da tisto, kar potrebujejo outsiderji, ni znanje, ki je del odločitve o karieri managerja, ampak insiderjeva informacija o določenem poslovnem dogodku. Zavrne analogijo managerja in vodovodarja, kot jo je opisala J. Moore, ker so managerji za svoje delo že kompenzirani s plačo, trgovanje z notranjimi informacijami jim da še nekaj dodatnega, kar je vzeto brez vedenja in dovoljenja delničarjev. Delničarji se lahko pritožijo zaradi neenakega dostopa do informacij ali, da managerji niso izpolnili svoje odgovornosti zaupanja, toda samo če trgovanja z notranjimi informacijami niso dovolili. Pristaši trgovanja z notranjimi informacijami pravijo, da bi morali delničarji določiti, ali bodo dovolili trgovanje z notranjimi informacijami, saj je informacija njihova lastnina. Toda zakaj bi delničarji dovolili managerjem uporabiti informacijsko prednost, ko pa bi rezultat lahko vodil v delničarjevo izgubo? H. Manne meni, da bi podjetje lahko dovolilo trgovanje z notranjimi informacijami kot del paketa kompenzacije managerjev, kar bi privabilo managerje, ki bi bili verjetno bolj ustvarjalni, produktivni, naklonjeni tveganju, skratka spodbujeni k ustvarjanju vrednosti na dolgi rok. Tako mišljenje ima po mnenju R. L. Lippkeja določene omejitve, ker opravičuje trgovanje z notranjimi informacijami za zaposlene, ki imajo vlogo pri ustvarjanju informacije, ne opravičuje pa trgovanja prejemnikov informacij ali nezakonitih uporabnikov. Nezakoniti uporabniki so osebe, ki ponavadi niso managerji v

podjetju, ampak "naletijo" na notranje informacije - na primer tiskar, ki ga podjetje najame za določen čas. Insiderji lahko ustvarijo dobiček tudi na podlagi negativnih informacij, delničarji pa morajo biti previdni, da omejijo "spodbude" za managerje, da bi ustvarili take informacije. Nasprotniki tega mišljenja pa trdijo, da obstajajo bolj učinkovite metode za spodbujanje managerjev za ustvarjanje vrednosti. Razprava o poštenosti trgovanja z notranjimi informacijami se je tako spremenila v razpravo o tem, kaj je pametno, da se pogodijo delničarji in njihovi managerji. Konec koncev je odločitev delničarjev, ali naj bo trgovanje z notranjimi informacijami dovoljeno ali ne, ker je notranja informacija njihova lastnina.

Nihče od teh razpravljalcev se ne sprašuje o poštenosti razporeditve bogastva, dohodka in moči, kar je širši družbeni kontekst za odločitve o pravilih za trgovanje z notranjimi informacijami, pravi R. L. Lippke. Obstoječa porazdelitev lastnine in drugih dobrin se obravnava kot dano in tako vsaj posredno kot zakonito. Predpostavka o zakonitosti statusa quo je najbolj vidna pri J. Moore in F. Easterbrooku in njuni trditvi, da imajo outsiderji dostop do notranjih informacij v točki, ko se odločajo o karieri. V obstoječem stanju očitno ne vidita ničesar problematičnega. Tako so njuni pogledi v sporu s pogledi pristašev liberalnega koncepta blaginje in radikalnih egalitaristov o pravičnosti institucij, ki tolerirajo očitne razlike v dohodkih, bogastvu in življenjskih pričakovanjih ljudi.

Argument, ki ima po mnenju avtorja več teže, temelji na predpostavki, da ni ničesar nepoštenega v neenakem dostopu do informacij, ki je v prid insiderjem, dokler v trgovanje z notranjimi informacijami privolijo delničarji. Informirana menjava med stranema, od katerih ni nobena stran prisiljena v sodelovanje v menjavi ali v sprejetje pogojev, ki so zanjo nesprejemljivi, je namreč sorazmerno poštena. Toda razprave o trgovanju z notranjimi informacijami ne moremo ločiti od razprave o socialni pravičnosti. Različne teorije pravičnosti naštevajo različne pogoje, ki morajo biti izpolnjeni, da lahko govorimo o poštenu prostovoljni menjavi. Zmerni egalitaristi bi poudarili, da so menjave med stranema, ki sta zelo različni v pogajalski moči, verjetno poštene samo v omejenem obsegu, četudi ne vsebujejo očitne prevare ali sile. Liberalci pa trdijo, da so pogoji za prostovoljno informirano menjavo bolj zgodovinski. Na primer pravkar osvobojeni sužnji, ki se pogajajo o plačah s svojimi bogatimi bivšimi lastniki, gotovo ne morejo doseči pogojev, ki bi bili občutno v njihovo korist. Nihče od avtorjev, ki so se ukvarjali s trgovanjem z notranjimi informacijami, v razprave ni vključeval teorij pravičnosti ali pa so predpostavljali, da je socialni in ekonomski status quo neproblematičen, česar pa ne trdi nobena teorija pravičnosti. Izogibajo se temu, kar bi po R. L. Lippkeju moral biti teoretski okvir.

Egalitaristične teorije pravičnosti imajo nekaj skupnih točk. Prva skupna točka je, da bi morale biti neenakosti v dohodkih, bogastvu, moči, priložnostih, socialnih pogojih za

samospoštovanje in podobno omejene. Zato se ne bi strinjali s sedanjo razporeditvijo v naprednih kapitalističnih družbah. Druga skupna točka je, da so tako managerji kot tudi delničarji večinoma med privilegiranimi člani naprednih kapitalističnih družb, kar vodi v koncentracijo lastništva vrednostnih papirjev in s tem zakonske kontrole nad korporacijami. Managerji tako skušajo izpolnjevati interese delničarjev, kar velikokrat pomeni prelaganje stroškov na druge družbene člene, vključno s prihodnjimi generacijami (na primer pri onesnaževanju). Egalitaristi vidijo pogajanja med managementom in delničarji kot možnost za nepravilno privilegirane člane družbe, da skupaj določijo najboljši način delitve ali povečanja dobičkov. Večina avtorjev, ki piše o trgovanju z notranjimi informacijami, predvideva, da pravila o trgovanju z notranjimi informacijami najbolj neposredno omejujejo managerje in delničarje; le občasno se govori tudi o njihovem širšem vplivu na učinkovitost trga. Ponavadi izpustijo "omejitve" za druge zainteresirane, na primer zaposlene v korporacijah, člane okoliških skupnosti in druge, ki se pojavijo z dogovori med managerji in delničarji. V razpravah se avtorji morda ne menijo za interese drugih zaposlenih, ker se v analizah preprosto predvideva, da se neodvisna skupina pogajanj odvija med korporacijo in tistimi zaposlenimi, ki niso managerji. Korporacije, ki bi dovoljevale trgovanje z notranjimi informacijami, bi lahko s tem seznanile bodoče zaposlene. Pogosto se tudi predvideva, da negativne posledice niso nič drugačne od drugih načinov kompenziranja najvišjih managerjev. Egalitaristi se ne strinjajo z nobeno od navedenih obramb, saj zaposlenim v obeh primerih primanjkuje pogajalska moč. Večina zaposlenih namreč ni tako mobilnih kot delničarji oziroma managerji. V primeru, ko se večina korporacij odloči, da bodo dovolile trgovanje z notranjimi informacijami, so možnosti zaposlenih za spremembo zaposlitve omejene.

4. EKONOMSKO VREDNOTENJE TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI

Začetni negativni moralni sodbi izkoriščanja informacijske prednosti v poslih na borzi, pa tudi zunaj nje, se je sčasoma pridružilo tudi pravno sankcioniranje takšnega ravnanja. Vendar se mnenja razlikujejo predvsem glede temeljnega vprašanja, ali je trgovanje z notranjimi informacijami družbeno škodljivo ali pa ima tudi pozitivne posledice. Nekatere ekonomske razprave ga namreč označujejo za gospodarsko koristnega in s tem postavljajo pod vprašaj smiselnost pravnega sankcioniranja (Špec, 1996a, str. 55-56).

V zvezi s zakonskim urejanjem trgovanja z notranjimi informacijami sta se izoblikovali dve skupini. Prva skupina ni naklonjena zakonskemu urejanju tega področja, saj naj bi bilo ustrežnejše, da podjetja sama določijo politiko urejanja trgovanja z notranjimi informacijami s pogodbami med podjetjem in zaposlenimi. V drugi skupini, ki je naklonjena zakonskemu urejanju trgovanja z notranjimi informacijami, sta v ospredju dva

argumenta. Prvi argument je ekonomski in temelji na lastniški pravici nad informacijo, ki je v lasti podjetja in naj ne bi bila predmet pogodbenega razmerja, drugi argument, bolj običajen, pa temelji na nepoštenosti tega dejanja (Bainbridge, 2000).

4.1 ARGUMENTI ZA DEREGULIRANJE PODROČJA TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI

Argumenti, ki jih pristaši trgovanja z notranjimi informacijami najpogosteje navajajo, ko govorijo o pozitivnih učinkih zakonskega dereguliranja tega področja, so v grobem trije. Trgovanje z notranjimi informacijami povečuje učinkovitost trga; določitev, da je lastniška pravica nad notranjo informacijo v lasti managerjev, je učinkovit način njihovega nagrajevanja; prepoved trgovanja z notranjimi informacijami koristi predvsem profesionalnim udeležencem na trgu vrednostnih papirjev in ne vlagateljem (tako imenovana analiza javne izbire).

Prvo ekonomsko razmišljanje o učinkih in vlogi trgovanja z notranjimi informacijami je delo Henryja Mannea, ki pojava ne označuje negativno, temveč kot pozitivnega za gospodarstvo. H. Manne navede dva osnovna načina, ko trgovanje z notranjimi informacijami koristi družbi in/ali podjetju, s čigar vrednostnimi papirji je insider trgoval. Prvič, trgovanje z notranjimi informacijami povzroči, da se tržna cena vrednostnega papirja, s katerim se trguje na podlagi notranjih informacij, premakne proti ceni, ki bi jo vrednostni papir dosegel, če bi bila notranja informacija javno objavljena. V tem primeru imata koristi tako družba kot tudi podjetje zaradi večje pravilnosti in s tem informacijske vrednosti cene vrednostnega papirja. Drugič, trgovanje z notranjimi informacijami je učinkovit način nadomestila managerjem za ustvarjenje informacij. V tem primeru ima podjetje koristi direktno in družba indirektno, saj so managerji še bolj spodbujeni, da ustvarijo dodatne informacije z vrednostjo za podjetje (Bainbridge, 2000).

4.1.1 Manjše nihanje tečajev vrednostnih papirjev

H. Manne pri razlagi vpliva trgovanja z notranjimi informacijami na nihanje tečajev po objavi pomembnih informacij ugotavlja, da insider lahko iz notranje informacije ustvari dobiček, le če na primer delnice kupi pred razkritjem pozitivne informacije in jih proda po višjem tečaju, ki se pojavi po javnem razkritju te informacije. S tem, ko bo insider kupil delnice pred javnim razkritjem informacije, bo povečal povpraševanje po njih, kar bo zvišalo tečaj in tako bo insider prevzel določen del spremembe cene. Sprememba tečaja bo tako po javnem razkritju informacije manjša. Vprašanje pa je, ali lahko trgovanje insiderjev, razen če ne trgujejo z velikim številom delnic, sploh povzroči kakršnokoli spremembo tečaja posamezne delnice. Proti trgovanju z velikim številom delnic govori

sam namen insiderjev, ki želijo iz trgovanja z notranjimi informacijami doseči čim večji dobiček (Špec, 1996a, str. 59-61).

4.1.2 Učinkovit način nagrajevanja podjetnikov

H. Manne meni, da je trgovanje z notranjimi informacijami najprimernejši način nagrajevanja podjetnikov v podjetjih in da zmanjšuje nihanje tečajev po objavi pomembnih informacij. Pomembna pa je razlika med podjetniki in managerji. Managerji samo upravljajo podjetje v skladu z že prej določenimi usmeritvami, zato je plača primerno nadomestilo za njihovo delo. Podjetniki pa ustvarijo novo pomembno informacijo, zato plača kot nadomestilo za njih ni primerna. H. Manne ponuja dobiček iz trgovanja z notranjimi informacijami za edino pravo obliko nadomestila podjetnikom, vendar tudi sam izrazi dvom v takšen način njihovega nagrajevanja. Problem nesankcioniranja trgovanja z notranjimi informacijami so številne možnosti insiderjev za različne manipulacije, na primer velika možnost zavlačevanja z javnim razkritjem pomembnih informacij (Špec, 1996a, str. 57-59). Po drugi strani tudi sprememba v ceni vrednostnega papirja, ki jo dobi podjetnik, ko na primer kupi vrednostne papirje pred javno objavo notranje informacije, ne meri natančno vrednosti informacije, ki jo podjetnik ustvari. Insiderjeva nagrada je odvisna od števila delnic, ki jih lahko kupi, kar pa je omejeno z njegovim premoženjem in ni odvisno od vrednosti prispevka za podjetje. Poleg tega z ustvarjenimi notranjimi informacijami lahko trgujejo tudi tisti zaposleni v podjetju, ki k ustvarjanju informacije niso prispevali. In trgovati se da tudi na podlagi negativnih informacij, kar pa ne koristi podjetju (Bainbridge, 2000).

4.1.3 Analiza javne izbire

Prepoved trgovanja z notranjimi informacijami razlagajo tudi kot prodajo pravil s strani nadzornih organov trga vrednostnih papirjev in kot kupovanje teh pravil s strani tistih, ki jim le-ta koristijo. Tako kot vse vladne agencije želijo tudi nadzorni organi trga vrednostnih papirjev razširiti svoja pooblastila in povečati svoj prestiž. Odločni, močni programi lahko povečajo politično podporo in s tem večji proračun. To je stran "prodajalca" oziroma oblikovalca pravil. Na strani kupca pa naj bi prepoved trgovanja z notranjimi informacijami podpirali in vodili profesionalni udeleženci na trgu (na primer specialisti, profesionalni vlagatelji, analitiki), pogosto povezana in politično močna interesna skupina, ki jo trenutni pravni režim uspešno ločuje od odgovornosti po zakonu. Profesionalni udeleženci trga vrednostnih papirjev so specializirani za pridobivanje in analiziranje informacij, ki ustvarjajo dobiček s trgovanjem s slabše informiranimi vlagatelji in s prodajo informacij. Samo insiderji in kvazi insiderji, kot so na primer odvetniki in investicijski bankirji, imajo večji dostop do nejavnih informacij, kot ga imajo

profesionalni udeleženci na trgu. Po zakonu o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami temelji odgovornost na dolžnosti zaupanja ter položaju, ko dolžnost zaupanja obstaja samo v povezavi z insiderji in kvazi insiderji, toda ne v povezavi s profesionalnimi udeleženci na trgu. Prepoved trgovanja z notranjimi informacijami ščiti možnost slednjih, da ustvarijo dobiček na podlagi nove informacije o podjetju. Insiderji torej v ceno vrednostnega papirja ne morejo "vključiti" dela vrednosti informacije, preden ta ni znana profesionalnim udeležencem na trgu, kar le-tem poveča dobiček (Bainbridge, 2000).

4.1.4 Povečanje učinkovitosti kapitalskega trga, boljša alokacija kapitala

Naslednji pozitivni ekonomski učinek naj bi se kazal v tem, da trgovanje z notranjimi informacijami povečuje učinkovitost kapitalskega trga in omogoča boljšo alokacijo kapitala. Takšen vpliv je mogoč le, če je trgovanje z delnicami, ki jih notranje informacije zadevajo, veliko in če skupen obseg trgovanja povzroči porast tečaja. Insiderji bodo z nakupi zaradi pozitivne novice ali s prodajami zaradi negativne informacije približevali tečaj realnemu tečaju in ga tako hitreje vzpostavili. Nerealni tečaji na borzi namreč onemogočajo ekonomsko funkcijo borze, kar pomeni, da vlagatelji svojih prihrankov ne bodo ekonomsko učinkovito uporabili. Toda do enakega rezultata pridemo tudi, če podjetje hitreje razkrije pomembne informacije, kar povzroči hitrejše odkrivanje realnega tečaja delnice. Raziskave kažejo, da trgovanje z notranjimi informacijami pred javnim razkritjem informacije povzroča premike tečaja in tako omogoča boljšo alokacijo kapitala in večjo učinkovitost borze, slaba stran pa je, da zvišuje stroške prevzema podjetij. Pomembno je, da je pozitivne učinke, večjo učinkovitost kapitalskih trgov in boljšo alokacijo kapitala, mogoče doseči tudi s precej manj sporno metodo in sicer s takojšnjim javnim razkritjem vseh pomembnih informacij (Špec, 1996, str. 61-69).

Bistvo polemike med zagovorniki in nasprotniki trgovanja z notranjimi informacijami je pravzaprav povezana s poštenostjo takega trgovanja. Širše družbene posledice so na primer izguba zaupanja malih vlagateljev v trg vrednostnih papirjev. Enakost možnosti in s tem varovanje premoženjskih interesov posameznika ima za posledico povečanje zaupanja nepoučenih vlagateljev v to obliko naložbe prihrankov. Pravilno delovanje trga je precej odvisno od zaupanja ljudi v trg, trgovanje z notranjimi informacijami pa pomeni korist za določene vlagatelje v primerjavi z drugimi ter zato zmanjšuje potrebno zaupanje v učinkovito poslovanje borze. Gospodarstvo si v tem primeru ne bo moglo zagotoviti dovolj kapitala za naložbe, to pa lahko povzroči slabšo konkurenčnost in tudi poslabšanje gospodarskega položaja države (Špec, 1996a, str. 69-87).

4.2 SVETOVNA CENA ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ

Utpal Bhattacharya in Hazem Daouk (2002) sta naredila raziskavo, ki je zajela 103 države, ki so konec leta 1998 imele trg vrednostnih papirjev. Zakoni, ki prepovedujejo trgovanje z notranjimi informacijami, so obstajali v 87 državah, a do dejanske uveljavitve zakona, za kar sta vzela prvo ovadbo (uspešno ali neuspešno), je prišlo v samo 38 državah. Predpostavila sta, da zakon ni uveljavljen, dokler ne pride do tožbe; način določitve začetka uveljavitve zakona je datum prve vložene ovadbe.

Zanimalo ju je, ali ovadba zaradi zlorabe notranje informacije vpliva na stroške financiranja podjetij z lastniškim kapitalom. Glavni namen trga vrednostnih papirjev je poenostavitev financiranja z lastniškim kapitalom. Podjetja bi rada vedela, ali morajo na trgih vrednostnih papirjev, kjer insiderji nekaznovano trgujejo z notranjimi informacijami, plačati dodaten strošek izposojanja kapitala. Če bi se za trgovanje z notranjimi informacijami izkazalo, da povečuje stroške financiranja podjetij z lastniškim kapitalom, potem bi bila podjetja pripravljena borzam plačati premijo, da bi omejile trgovanje z notranjimi informacijami, ceteris paribus. V raziskavi sta uporabila štiri različne pristope in ne glede na izbran pristop, sta prišla do ugotovitve, da je uveljavitev zakona o prepovedi trgovanje z notranjimi informacijami povezana s pomembnim znižanjem stroškov lastniškega kapitala. Številčni približek tega znižanja se je gibal od 0,3% do visokih 7% (Bhattacharya, Daouk, 2002). Delnice so namreč v državah, kjer je že prišlo do ovadbe, manj tvegane, ker naj bi bila verjetnost zlorab notranjih informacij manjša. Tako je tudi strošek financiranja podjetij z lastniškim kapitalom s tega vidika manjši (Čeh, 2002, str. 8). Zelo pomembna ugotovitev je, da sam obstoj zakonodaje, ki prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami, ni vplival na višino stroška lastniškega kapitala.

Avtorja menita, da je razprava o pozitivnih in negativnih učinkih dopustitve trgovanja z notranjimi informacijami z vidika prakse končana. Z obsežno raziskavo reguliranja trgovanja z notranjimi informacijami v vsaki državi, ki je imela trg vrednostnih papirjev konec leta 1998, sta ugotovila, da je vseh 22 razvitih držav in štiri od petih skupaj 81 razvijajočih trgov imelo zakon, ki prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami. Do ovadbe je prišlo v vsaki tretji državi, v 82% razvitih držav in v 25% držav v razvoju. Raziskava dokazuje, da sprejetje ustreznega zakona ni povezano z zmanjšanjem stroškov lastniškega kapitala. Z zmanjšanjem stroškov lastniškega kapitala v državi je povezana uveljavitev zakona, kar je težji del. Ugotavljata še, da je obstoj in uvajanje zakonov o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami na trgih vrednostnih papirjev fenomen 90-tih let.

Omenjata tudi dve omejitvi. Prva je, da se vlade najbrž odločijo za uveljavitev zakona, ki

prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami, ko stroški financiranja podjetij z lastniškim kapitalom postanejo previsoki. Zato je možno, da so ocene o odstotku znižanja stroškov lastniškega kapitala po uveljavitvi zakona, ki prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami, previsoke. Kljub statistično in ekonomsko pomembnem padcu stroškov lastniškega kapitala po prvem pregonu kršiteljev tega zakona, opozorita še na drugo omejitev. Prva ovadba je povezana tudi s povišanjem kreditnega položaja države. Do tega pojava najverjetneje pride zaradi povečanja privlačnosti trga vrednostnih papirjev te države za tuje investitorje.

Omeniti velja, da je po njunih podatkih leto uveljavitve zakona, ki prepoveduje trgovanje z notranjimi informacijami, v Sloveniji leto 1998.

Strošek, ki ga imajo podjetja po svetu zaradi zlorab notranjih informacij, naj bi bil visok ter letno znašal okoli 5 milijard USD. To je neposreden strošek, posrednih stroškov naj bi bilo še veliko več. Večina meni, da je ta številka še prenizka (Čeh, 2002a, str. 9).

5. OBRAMBNI MEHANIZMI PRED ZLORABAMI NOTRANJIH INFORMACIJ

Boj proti zlorabi notranjih informacij je dvojen, posreden in neposreden, pravi Draško Veselinovič (2000, str. 20). Posreden način je predvsem v tem, da se vse pozitivne, negativne in mejne cenovno občutljive informacije takoj javno objavijo. Neposreden način je odkrivanje napak pri poročanju cenovno občutljivih informacij in predvsem zapleteno odkrivanje storilcev zlorabe notranjih informacij, kar je na koncu težko in zahtevno dokazati.

Obrambni mehanizmi so namenjeni predvsem preprečevanju zlorab notranjih informacij (Jovanovič, 1997, str. 42-43; Grilc, 1994, str. 562). Pristopi so različni, od preprečevanja (preventive) do odkrivanja in zatiranja zlorab. Preventivno preprečevanje zlorab notranjih informacij je veliko uspešnejše in učinkovitejše sredstvo od pregona kaznivega dejanja. Trgovanje z notranjimi informacijami je namreč zelo težko dokazati, zato je potrebno povsod vzpostaviti evidenco, kdo kupuje in prodaja papirje, za katere ima notranje informacije. Glavni cilj pa je, da informacija čim prej postane javna in da je čim bolj pregledna.

Praksa je izoblikovala naslednje preventivne ukrepe za onemogočanje trgovanja z notranjimi informacijami: objavljanje notranjih informacij, poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji in tako imenovane kitajske zidove.

5.1 OBJAVLJANJE NOTRANJIH INFORMACIJ

Objavljanje notranjih informacij je značilno za tiste izdajatelje, ki želijo preprečiti zlorabe znotraj poslovnega sistema. Tako lahko borza v svojih pravilih zahteva dostop javnosti do informacij izdajateljev vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni v kotacije (na primer kadar informacija pomeni pomembnejšo novost v razvoju določenega gospodarskega področja in kadar lahko vpliva na ceno vrednostnega papirja, ki je uvrščen na kotacijo), za informacije, ki jih je sprejel upravni odbor delniške družbe in tako dalje.

Z obveščanjem lahko insiderji izgubijo najpomembnejše - prednost posesti notranje informacije. Zakonodajalec mora pri urejanju obvezne objave informacij urediti tudi pojem javne objave, ki bo ustrezala seznanitvi trga z vrednostnimi papirji.

5.2 STATUSNO POROČANJE PRIMARNIH INSIDERJEV

Statusno poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji je obvezno v vseh državah, javna objava transakcij pa se vedno bolj uveljavlja in postaja najučinkovitejše preventivno sredstvo preprečevanja zlorab notranjih informacij. Poročanje in javna objava trgovanja insiderjev (ponekod obveznost poročanja zavezuje tudi sorodnike in druge člane skupnih gospodinjstev, če so insiderji fizične osebe) učinkujeta kot preventivno sredstvo v majhnih homogenih okoljih. Javno objavljeni podatki hitro vplivajo na okolje insiderjev, tako da reakcije okolja na zlorabe notranjih informacij delujejo mnogo učinkoviteje kot pravosodni sistem in zagrožene kazenske sankcije.

5.3 UKREPI KITAJSKEGA ZIDU

V gospodarskih družbah, v katerih so zaradi dejavnosti zbrane velike količine notranjih informacij, ne obstaja samo nevarnost odtekanja informacij, ampak tudi velika nevarnost pretakanja informacij iz oddelka v oddelek. Pri tem pretakanje pomeni, da je bila informacija uporabljena in izkoriščena za doseg trgovskega namena znotraj gospodarske družbe. Ukrep "kitajski zid" pomeni zaježitev pretoka notranjih informacij znotraj posamezne družbe.

Kitajski zid v finančni ustanovi fizično loči posamezne poslovne dele družbe in zmanjša službene stike med zaposlenimi v teh poslovnih delih. Tako sta na primer prepovedana pogovor in komentar o notranjih informacijah, zavarujejo se računalniški sistemi in

podobno. Velike gospodarske družbe ustanovijo posebne oddelke, ki skrbijo za delovanje sistema kitajskega zidu. Ta ukrep se v gospodarski družbi uredi z notranjim predpisom, v tem predpisu pa se uredijo tudi zlorabe in sankcije.

Varnostni sezname so oblika kitajskih zidov in določajo postopke za nadzor s strani državne institucije nad ravnanjem zaposlenih, strank in lastnimi transakcijami finančne ustanove. Znanih je več vrst varnostnih seznamov in sicer: nadzorni seznam, seznam prepovedanih vrednostnih papirjev in seznam govoric.

- ◆ **Nadzorni seznam** je seznam izdajateljev vrednostnih papirjev, ki je namenjen nadzoru nad trgovanjem z lastnimi vrednostnimi papirji. Uporablja se v primerih, ko se večina trgovanja posameznega udeleženca na trgu vrednostnih papirjev osredotoči na en sam vrednostni papir ali samo na nekatere vrednostne papirje. To dejstvo je lahko signal za trg, da gre za zlorabo notranjih informacij. Na takšnem seznamu so običajno vrednostni papirji do objave notranje informacije, od takrat naprej pa so pri pooblaščenem udeležencu trga vrednostnih papirjev uvrščeni na seznam prepovedanih vrednostnih papirjev. Vnos v nadzorni seznam ne onemogoči trgovanja s konkretnim vrednostnim papirjem, pomeni pa začetek opazovanja družbe.
- ◆ Če je družba na **seznamu prepovedanih vrednostnih papirjev**, na sme trgovati z lastnimi delnicami, prav tako ne smejo z njenimi delnicami trgovati njeni zaposleni. Vrednostni papir je na listi prepovedanih vrednostnih papirjev, kadar pride finančna organizacija do poslovnih skrivnosti družbe, katere vrednostni papir je v borzni kotaciji. Ponavadi gre za družbe, pri katerih emisijo vrednostnih papirjev spremlja banka. Takšno obliko seznama poznamo tudi v Sloveniji.
- ◆ Na **seznam govoric** so uvrščeni izdajatelji vrednostnih papirjev, katerih prejšnje transakcije z vrednostnimi papirji so sprožile govorice. Nad seznamami bedijo uslužbenci posebnega oddelka komisije za trgovanje z vrednostnimi papirji, ki transakcije le nadzorujejo. Seznam govoric je namenjen predvsem nadzoru zaposlenih pri pooblaščenih udeležencih na trgu vrednostnih papirjev. Transakcije z vrednostnimi papirji na teh seznamih niso prepovedane.

Ob navedenih pravilih se v praksi pojavljajo še druga, ki jih na podlagi zakonskih določil izdajajo finančne institucije ali njihova združenja ter so tako imenovana posebna avtonomna pravila.

Nadzor na trgu vrednostnih papirjev je osnova za uspešno odkrivanje zlorab notranjih informacij. V primeru sumljivih transakcij je potrebno pri izdajateljih vrednostnih papirjev opraviti preiskovalna dejanja.

6. NAJVEČJI PRIMER ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V ZDA

Prijetje investicijskega bančnika Dennisa Levinea iz investicijskega podjetja Drexel Burnham Lambert leta 1986 je bilo povod za razkritje mreže oseb, ki so si medsebojno zaupale in trgovale z notranjimi informacijami. Ta primer je doslej največji primer zlorabe notranjih informacij v Združenih državah Amerike. Vanj je bila vključena cela mreža raznih investicijskih bančnikov iz največjih bank in borzno posredniških hiš na Wall Streetu (Špec, 1996a, str. 129).

Maja 1986 se je začel do sedaj največji primer zlorabe notranjih informacij v ZDA z vidika določenih denarnih kazni, v katerem je bil glavni akter Dennis Levine, tedaj zaposlen pri podjetju Drexel Burnham Lambert na področju združitvev in pripojitev. Levine je po navedbah ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission - SEC) z zlorabo notranjih informacij ustvaril 12,6 milijonov USD nezakonitega dobička. Po končanem sodnem procesu je moral vrniti 11,6 milijonov USD nezakonito pridobljenih sredstev in po obsodbah drugih petih oseb, vpletenih v to komunikacijsko in trgovalsko mrežo, je bil obsojen na dve leti zapora in kaznovan z denarno kaznijo 362.000 USD. Relativna blagost izrečene kazni je temeljila na Levinovem dobrem sodelovanju z oblastjo, ki je pripeljala do odkritja številnih kršitev zakonov o vrednostnih papirjih Ivana Boeskyja. Levine je po navedbah SEC trgoval na podlagi pridobljenih notranjih informacij v najmanj 54 nameravanih združitvah ali prevzemih od junija 1980 do decembra 1985 (The Financial Analyst's Handbook, 1988, str. 1801-1803).

Levine je notranje informacije dobival zaradi svojega položaja v podjetju in tudi od Ira B. Sokolowa, svojega bivšega sodelavca, tedaj zaposlenega v oddelku združitvev in pripojitev pri podjetju Shearson Lehman Brothers, Inc. Levine je Sokolowu za notranje informacije plačal okoli 210.000 USD. Sokolow je moral vrniti nezakonito pridobljena sredstva v višini 210.000 USD, ima popolno prepoved opravljanja poslov z vrednostnimi papirji (prav tako tudi vsi drugi obtoženi), obsojen pa je bil na eno leto in en dan zapora. Naslednji vir Levinovih informacij je bil Robert M. Wilkins, prav tako uslužbenec na področju združitvev in pripojitev. Wilkins je Levinu svetoval ter tudi sam trgoval na podlagi notranjih informacij, s čemer je v petih letih ustvaril več kot 3 milijone USD dobička. Vrniti je moral nezakonito pridobljeni dobiček v višini 3,3 milijone USD in obsojen je bil na eno leto in en dan zapora. Randall D. Cecola, finančni analitik, je moral vrniti nezakonito pridobljena sredstva v višini 20.000 USD in ima popolno prepoved opravljanja poslov z vrednostnimi papirji zaradi posredovanja notranjih informacij Wilkinsu ter zaradi lastnega trgovanja na podlagi teh informacij. Zaradi navajanja lažnih podatkov pri odmeri dohodnine je bil obsojen na šest let pogojne kazni in dve petletni pogojni zaporni obsodbi. David S. Brown, prav tako uslužbenec na področju združitvev in pripojitev, je bil

obtožen zaradi posredovanja informacij Sokolowu v najmanj 11 primerih, vedoč, da bo Sokolow po vsej verjetnosti razkril informacije Levinu. Brown je moral vrniti nezakonito pridobljena sredstva okoli 146.000 USD, obsojen je bil na 30 dni zaporne kazni, oglobljen v znesku 10.000 USD je moral opraviti 300 ur družbeno koristnega dela, nato pa je bil pogojno na prostosti tri leta. Sokolow mu je za informacije, ki mu jih je posredoval, plačal okoli 30.000 USD. Zadnji obtoženec je bil odvetnik Ilan K. Reich, ki je Levinu izdajal notranje informacije o prihajajočih prevzemih v vsaj 12 primerih. Tudi on je bil obsojen na eno leto in en dan zaporne kazni in je plačal 485.000 USD civilne kazni za svoja dejanja (The Financial Analyst's Handbook, 1988, str. 1801-1803).

Primer Ivan F. Boesky je bil eden največjih in najbolj dramatičnih škandalov v zgodovini trgovanja z vrednostnimi papirji v Združenih državah Amerike (The Financial Analyst's Handbook, 1988, str. 1804-1808). Ivan Boesky, izredno uspešen in poznan arbiter, je 14. novembra 1986 plačal kazen 100 milijonov USD. Polovica, 50 milijonov USD, je predstavljala povrnitev nezakonito pridobljenega dobička od trgovanja na osnovi informacij, prejetih od Dennisa Levinea, druga polovica pa globo po zakonu o kaznih za trgovanje z notranjimi informacijami. S tem zakonom, ki je bil sprejet leta 1984, je komisija SEC pooblaščen za tožbo na plačilo insiderjeve pogodbene kazni do trikratne višine pridobljenega dobička (ali škode, ki se ji je insider izognil), nastalega iz zlorabe notranjih informacij (Špec, 1996a, str. 129). Boesky ima od tedaj prepoved opravljanja poslov z vrednostnimi papirji.

Boesky in Levine sta se spomladi leta 1985 dogovorila, da bo Levine za zaupne informacije o nameravanih prevzemih in združitvah nagrajen z deležem od realiziranih dobičkov. SEC je dogovorjeno odškodnino ocenil na najmanj 2,4 milijone USD, a ta še ni bila plačana do trenutka Levinove aretacije maja leta 1986. Boesky je zaslužil najmanj 50 milijonov USD na podlagi informacij, ki mu jih je nezakonito prisrbel Levine.

Po novembru 1986 so trgi vrednostnih papirjev v ZDA doživeli občuten, čeprav kratkotrajen padec in veliko nadzornikov je zahtevalo preiskave in obravnave o pravilnikih o prevzemih in vlogi arbitrov in drugih strokovnjakov za prevzeme.

Škandal Boesky se še ni polegel, ko so bili februarja leta 1987 aretirani in obtoženi kršitev trgovanja z vrednostnimi papirji trije strokovnjaki na visokih položajih na Wall Streetu. To so bili Richard B. Wigton, direktor arbitražnega oddelka in oddelka za trgovanje prek bančnih okenc pri podjetju Kidder Peabody & Co., Timothy L. Tabor, nekoč arbitražni uslužbenec pri istem podjetju kot Wigton, in Robert M. Freeman, direktor arbitražnega oddelka pri nekem drugem podjetju. Vsi so obtožbe zanikali, naslednji dan pa je znan, spoštovan in uspešen nekdanji direktor oddelka za združitve in pripojitve pri Kidder Peabody & Co., Martin Siegel, priznal krivdo pri goljufijah z vrednostnimi papirji in utaji davka iz osebnega dohodka. Obtožen je bil posredovanja

zaupnih informacij o prevzemih, ki jih je pridobil od Freemana, Wigtonu in Taboru. Na podlagi prejetih informacij so trgovali na račun podjetja. Freeman je od Siegla dobil zaupne informacije o načrtovanih transakcijah, na podlagi katerih je Freeman trgoval za svoj osebni račun. Siegel je moral vrniti nezakonito pridobljena sredstva v višini 9 milijonov USD in ne sme več opravljati poslov z vrednostnimi papirji. V štirih letih, ko je bil Siegel zaposlen pri Kidder Peabody & Co. mu je Boesky za notranje informacije o potencialnih prevzemih plačal 700.000 USD.

Posledice škandalov Levine, Boesky in Siegel so bile spremembe zakonov in uvedbe številnih preiskav (The Financial Analyst's Handbook, 1988, str. 1808-1811).

7. ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V EVROPSKI UNIJI

7.1 PRAVNA UREDITEV

Zloraba notranjih informacij sodi med finančna kazniva dejanja, ki segajo vse bolj preko meja posameznih držav in so postale problem Evropske unije kot celote. Na temelju skupnega dogovarjanja je bila 13. novembra 1989 sprejeta direktiva 89/592 o urejanju trgovanja z notranjimi informacijami (Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing). Direktive so poleg uredb, odločb in priporočil sekundarni pravni vir Evropske unije in so akt obvezne narave, ki zavezujejo države članice Evropske unije, ki morajo v določenem času svoje zakone prilagoditi določbam direktiv. Države so dolžne zahteve direktiv uresničiti, tako da jih udejanijo s sprejemom ali ustrezno spremembo svojih lastnih predpisov. Z direktivo 89/592 o urejanju trgovanja z notranjimi informacijami tako ni določeno enotno pravo, temveč je posameznim članicam prepuščeno, da še naprej same določajo pogoje in posledice nezakonitega trgovanja.

Direktiva v 1. členu šteje za notranjo informacijo vsako informacijo, ki je dovolj določena in sočasno ni dostopna javnosti ter se nanaša na izdajatelja vrednostnega papirja ali na določen vrednostni papir. Če bi bila takšna informacija dostopna javnosti, bi morala pomembno vplivati na ceno vrednostnega papirja na trgu. Definicija notranje informacije vsebuje štiri elemente, kot so javnost informacije, določenost informacije, nanašanje na izdajatelja vrednostnega papirja ali na določen vrednostni papir, vpliv informacije na tečaj vrednostnega papirja. Ti elementi morajo biti podani kumulativno, saj o notranji informaciji ni mogoče govoriti, če manjka eden od naštetih elementov.

Direktiva razlikuje med dvema skupinama subjektov, ki jih obravnava kot insiderje. V prvi skupini so osebe, ki pridobijo informacijo zaradi položaja, ki ga imajo v razmerju do

izdajatelja vrednostnega papirja; imenuje jih neposredni insiderji. V drugi skupini so osebe, ki do informacije pridejo v stiku z neposrednim insiderjem ali na kakšen drug način izven okvirov njihovega rednega delovanja; imenuje jih posredni insiderji (Bobnar, 2001, str. 23-27).

Konec avgusta leta 2001 je bil sprejet predlog nove smernice o trgovanju z notranjimi informacijami in manipulaciji. Zloraba notranjih informacij naj ne bi bila kazniva zgolj na organiziranem trgu, ampak tudi na primarnem in sivem trgu, če bi vplivala na organizirani trg oziroma na finančne instrumente. Na novo bo urejeno področje selektivnega razkritja, to je komunikacija podjetij z velikimi lastniki, privatizacijskimi in investicijskimi skladi, bankami in analitiki. Vsaki namenoma ali nenamenoma razkriti informaciji tako imenovanim selektivnim vlagateljem mora takoj slediti javna objava. Poenotiti želijo nadzorne organe in jim razširili pristojnosti, sankcije pa bodo še vedno v pristojnosti posameznih članic. Države članice bodo morale imeti eno samo nadzorno ustanovo, ki bo sodelovala z drugimi enakimi ustanovami držav članic. Pristojnemu organu bodo dana vsa nadzorna in preiskovalna pooblastila. Nadzorni organ bo imel dostop do vseh dokumentov izdajateljev ali borznih posrednikov, med drugim pa bo lahko zahteval tudi izpise ali posnetke telefonskih pogovorov in tudi vse druge zapise (internet, elektronska pošta). Poleg tega daje predlog smernice poseben poudarek razkritju sankcij proti posameznemu kršitelju. Proti komu veljajo sankcije, bodo objavljale za nadzor pooblaščen ustanove (Toplak, 2001a, str. 5). V začetku leta 2002 so bile predlagane spremembe direktiv EU s področja trga kapitala, da se na podlagi dosedanjih izkušenj neposredno odpravijo ovire, ki zavirajo vzpostavitev tako imenovanega enotnega evropskega finančnega trga. Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala bo v celoti nadomestila dosedanjo direktivo o trgovanju z notranjimi informacijami iz leta 1989. Tržne manipulacije in notranje informacije bodo po novem enotno urejene v eni direktivi. Glavne novosti nove direktive so precej bolj jasni in izpopolnjeni primeri opisov nedovoljenih ravnanj na trgu kapitala (Čas, 2002, str. 29).

Evropska komisija je junija 2001 ustanovila dva nova odbora za vrednostne papirje: Evropski odbor za vrednostne papirje (European Securities Committee - ESC) in Odbor evropskih nadzornikov vrednostnih papirjev (Committee of European Securities Regulators - CESR). CESR je neodvisno svetovalno telo, sestavljeno iz predstavnikov nacionalnih nadzornih institucij, zadolženih za trg vrednostnih papirjev v državah članicah EU. CESR Evropski komisiji svetuje glede tehničnih podrobnosti zakonodaje o trgu z vrednostnimi papirji. Vloga ESC je dvojna, saj deluje kot svetovalno in nadzorno telo (URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-792.htm).

7.2 PRIMERI ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ

Evropa naj bi bila pravo leglo zlorab notranjih informacij, trgovanje z notranjimi informacijami pa naj bi vlagatelji imeli za sprejemljivo. Posebno velike težave z odpravljanjem tovrstnega dojetja naj bi imeli v Italiji in Nemčiji (Toplak, 2001a, str. 5). Po podatkih CESR-ja je bilo v letu 2000 v državah članicah ugotovljenih 637 primerov nedovoljenih ravnanj trgovanja z notranjimi informacijami, od katerih se jih je 214 končalo z opominom brez dodatnih kazni, v 95 primerih je bila izrečena denarna kazen in le 11 primerov se je končalo s pravnomočno kazensko obsodbo (Čas, 2002, str. 29).

◆ Predsednik nemškega sindikata (leta 1993)

Med razvpite primere iz leta 1993 sodi primer predsednika nemškega sindikata IG Metall in hkrati predsednika nadzornega sveta Daimler Benza, Franza Steinkuehlerja. Malo preden je družba Daimler Benz objavila združitev z Mercedesovim avtomobilskim holdingom (MAH), je Steinkuehler nakupil delnice tega holdinga v vrednosti tedaj enega milijona nemških mark. Objava združitve teh dveh podjetij je povzročila rast tečaja delnic holdinga, Steinkuehlerju pa tako omogočila velik in hiter zaslužek. Ker ni podpisal smernic o trgovanju z notranjimi informacijami, ki so temeljile na prostovoljni, civilnopравни ureditvi, njegovega ravnanja ni mogla presojeti komisija, pristojna za nadzor nad borznim dogajanjem. Tedaj še ni bil sprejet zakon o trgu vrednostnih papirjev, ki je urejal področje zlorab notranjih informacij, zato njegovo ravnanje ni bilo pravno sporno. Kljub temu je zaradi pritiska javnosti kasneje odstopil (Špec, 1996, str. 15).

◆ Frankfurtska borza leta 1994

Julija leta 1994 so nemške oblasti skoraj povsem po naključju odkrile večjo verigo trgovanja z notranjimi informacijami na Frankfurtski borzi. Do odkritja je prišlo, ko so raziskovali poslovanje petih borznih posrednikov, ki so jih sumili utaje davkov, šele kasneje pa se je izkazalo, da predstavljajo le začetek večje verige trgovanja z notranjimi informacijami. Vpletenih je bilo 24 borznih posrednikov in bančnih uradnikov, ki so trgovali na Frankfurtski borzi. Osumljeni so menda zaslužili več kot 100 milijonov DEM in seveda niso plačali davkov. Vsi osumljeni insiderji so spadali med tako imenovane "predtekače", za katere je značilno, da svoj dobiček kujejo na podlagi informacij, ki jih prejmejo o večjih naročilih posameznih podjetij. Ko izvejo, da bo neko podjetje deležno večjega naročila, kupijo njegove delnice pred drugimi. Po objavi večjega naročila v javnosti cena delnicam podjetja poskoči, tedaj jih prodajo in si razdelijo dobljeni dobiček. Tedaj trgovanje z notranjimi informacijami v Nemčiji še ni bilo nezakonito, zakon o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami je bil v nemškem parlamentu sprejet v

začetku julija, veljati pa je začel 1. avgusta leta 1994 ter ni retroaktiven. Tako so osumljene insiderje na Frankfurtški borzi kaznovali le zaradi utaje davkov.

Nemčija je bila do leta 1992 pravi raj za trgovanje z notranjimi informacijami, samo v prvih 3 letih devetega desetletja so obravnavali 150 primerov utaje davkov, povezane s trgovanjem na borzi (Grbec, 1994, str.8).

◆ Primeri zlorab notranjih informacij v letih 2000 do 2002

Pariško sodišče je znanemu finančniku in multimilijonarju G.Sorosu leta 2000 naložilo, naj se kot obtoženec udeleži sodne obravnave v zvezi z nepravilnostmi ob propadlem prevzemu banke Société Generale leta 1988. Tožilstvo ga je še s tremi pomagači obtožilo zlorabe notranjih informacij. Tožilci naj bi po desetletni preiskavi ugotovili, da so vsi štirje z goljufivim špekuliranjem, tik preden je omenjeni prevzem postal znan celotni javnosti, zaslužili več 10 milijonov francoskih frankov (B.U., 2000, str. 3).

Cesar Alierta, trenutno predsednik največjega španskega podjetja Telef nica, je leta 1997 ustanovil investicijsko podjetje Creaciones Baluarte. Nekaj mesecev kasneje je podjetje prodal svojemu nečaku, Luisu Javierju Placerju. Le-ta je kmalu za tem kupil delnice španskega tobačnega podjetja Tabacalera, katerega predsednik je bil leta 1997 njegov stric C. Alierta. Sporno je, da je te delnice kupil v tednih pred objavo o dveh ključnih dogodkih v podjetju, in sicer pripojitvijo podjetja za proizvodnjo cigar iz Floride in odločitvijo vlade za povišanje cen cigaret. Oba dogodka sta po objavi zvišala ceno delnic podjetja Tabacalera. Placer naj bi delnice prodal januarja leta 1998 in ustvaril velik dobiček. Trgovanje z delnicami je leta 1998 preiskovala Nacionalna komisija za trg vrednostnih papirjev, ki pa zlorabe notranjih informacij ni mogla dokazati (Crawford, 2002, str. 22).

Delnice verige pekarn Kamps so občutno poskočile v začetku aprila leta 2002, še preden je italijanski izdelovalec testenin Barilla objavil svoj namen prevzema tega podjetja. Delnica podjetja Phenomedia, izdelovalca računalniških igrice, je hitro padla še pred objavo novice o kozmetičnih popravkih bilanc. Po objavi te novice je padla še za 65% svoje prejšnje tržne vrednosti. V osmih tednih pred objavo te novice je delnica tega podjetja padla skupaj za okoli 93%. Zaradi teh razlogov obstaja močan sum, da je v obeh primerih šlo za zlorabo notranjih informacij, kjer so drugi delničarji ostali praznih rok. Pri Kampsu so izkoristili dobro novico, preden je kdorkoli drug slišal govorice o prevzemu, pri Phenomedii so skočili s potapljajoče ladje, še preden je prišlo do škandala (Bryson, 2002).

Eden najpremožnejših italijanskih finančnikov in eden od finančnih pokroviteljev sovražnega prevzema podjetja Telekom Italia leta 1999, Emilio Gnutti, je bil junija 2002

obsojen zlorabe notranjih informacij. Sodišče je v prvi pomembni obsodbi te vrste v Italiji Gnuttija spoznalo za krivega izmenjave notranjih informacij s podjetjem CMI. Februarja leta 1999 je namreč Gnutti sodeloval v izredno zapletenih serijah transakcij, povezanih s tem podjetjem. Emilio Gnutti in Ettore Lonati, industrialec, sta bila obsojena na osem in šest mesecev zapora, oglobljena pa z vsoto 100.000 oziroma 99.000 EUR. Oba imata prepoved delovanja v upravnih odborih, kar bo najbolj škodovalo Gnuttiju in njegovim številnim poslovnim interesom. To je ena prvih obsodb zaradi zlorabe notranjih informacij v Italiji od sprejetja zakona o njeni prepovedi leta 1991 (Kapner, 2002, str. 20).

Primer, ko tudi najvišje kazni na svetu ne pomagajo, če zločina ni mogoče dokazati, je Nizozemska. Ima menda najstrožji zakon proti trgovanju z notranjimi informacijami in takoj, ko so ga sprejeli, to je bilo leta 1989, so tožilci začeli pregon. Začeli so postopek proti štirim posameznikom in jih obtožili zlorabe notranjih informacij. Tožilci so svoj primer gradili na dokazih, da so se obtoženci redno dobivali v restavracijah v času, relevantnem za očitano jim kaznivo dejanje. Sodišče je primer razveljavilo, ker je menilo, da gre za naključje in dokaz ne zadostuje visokim standardom dokazovanja kaznivih dejanj. Nizozemskim tožilcem je tako do leta 1999 menda uspelo dokazati en sam primer (Toplak, 2001a, str. 5).

8. ZLORABE NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI

8.1 PRAVNA UREDITEV

V Sloveniji je pravna ureditev trgovanja z notranjimi informacijami urejena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev, ki je začel veljati 13.7.1999, in je usklajena z direktivo o trgovanju z notranjimi informacijami ter s Kazenskim zakonikom Republike Slovenije, v katerem je od 1.1.1995 zloraba notranjih informacij določena kot posebno kaznivo dejanje. Zakon o trgu vrednostnih papirjev določa obveznost poročanja o poslih s strani oseb, ki so jim neposredno dostopne notranje informacije, in vrsto podatkov, ki naj jih tako poročilo vsebuje.

Boštjan Usenik (2001, str. 27) meni, da bi bilo potrebno pooprčiti zakonodajo, ki preprečuje zlorabe notranjih informacij. V Sloveniji potrebujemo v povprečju samo 2,4 človeka, da se povežeta dve naključno izbrani slovenski gospodinjstvi. Zaradi načina privatizacije, ki se je v kar 90% podjetij izvajala z notranjo privatizacijo, na drugi strani pa so banke in investicijske družbe v podjetjih dobile zelo pomembno vlogo, se je med tako imenovano realno ekonomijo in udeleženci finančnega trga oblikoval močan notranji informacijski tok. Ta informacijski tok med realno ekonomijo in finančnim trgom še dodatno zmanjšuje informacijsko vsebino cen kotirajočih delnic. "Zunanji lastniki" so v

podrejenem položaju, kar hromi zaupanje javnosti v sekundarni trg kapitala, na katerem je informacijska vrednost delnic dodatno prizadeta že zaradi nelikvidnosti trga. Avtor meni, da bi morali za učinkovitejši pregon kršitev trgovanja z notranjimi informacijami predvsem razširiti pojmovanje notranje informacije. Zdajšnja zakonodaja namreč določa, da so notranje informacije zgolj natančne informacije, čeprav ima tudi prenos nenatančnih nejavnih, cenovno občutljivih informacij enako škodljive posledice. Natančneje bi tudi morala biti opredeljena vloga obtoženca, proti kateremu je bil uveden kazenski postopek trgovanja z notranjimi informacijami. Zaradi lažjega dokazovanja krivde bi bilo treba v zakonodaji uveljaviti načelo tako imenovanega prenosa dokaznega bremena, v skladu s katerim bi moral tudi obtoženec dokazovati svojo nedolžnost. Potrebno bi bilo uveljaviti načelo, da že sama posest nejavne, cenovno občutljive informacije med trgovanjem pomeni isto kot njena uporaba. Uveljavili naj bi načelo, da se šteje za zlorabo določb že kršitev dolžnosti zaupnosti - in to v družinskih in preostalih neposlovnih razmerjih, v okviru katerih obstaja neka zadovoljiva stopnja zaupanja in zaupnosti. S tem bi se lahko trg zavaroval pred tako imenovanimi družinskimi koristolovci, ko družinski člani in druge bližnje osebe nosilcev notranjih informacij izrabljajo zaupno razmerje z nosilcem. Usenik meni, da bi uveljavitev teh načel ob kadrovski okrepitvi agencije in drugih ustanov lahko pomenila pomemben premik in dejansko izvajanje določbe sankcioniranja trgovanja z notranjimi informacijami v Sloveniji.

Saša Sever (2001, str. 2) se strinja z Usenikom, da bi bilo potrebno za učinkovitejše preganjanje trgovanja z notranjimi informacijami v slovenskem pravu spremeniti zakonodajo. Dejanje zlorabe notranje informacije bi bilo potrebno omejiti na prepoved njenega posedovanja oziroma vedenje notranje informacije. Tožilec bi moral posest dejansko dokazati v povezavi z izpeljavo posla. Trdi, da je sedanja ureditev tega vprašanja preveč zahtevna, saj mora tožilec obtožencu dokazati, da je notranjo informacijo izrabil za izpeljavo konkretnega posla oziroma jo je sporočil tretjemu, kar je izredno težko ali sploh nemogoče dokazati.

8.2 PRIMERI ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ

Slovensko tranzicijsko okolje je specifično, ker je število primarnih in sekundarnih (potencialnih) oseb z notranjimi informacijami zaradi tako imenovanega množičnega lastninjenja in prevladujočega notranjega lastništva relativno in v primerjavi z drugimi državami zelo veliko. Po tako imenovani teoriji majhnega sveta dobimo (ob predpostavki, da ima povprečen Slovenec 300 različnih povezav s sodržavljanji) za Slovenijo povprečno potrebno število korakov do povezave med dvema naključno izbranimi gospodinjstvom okoli 2,4. Problem Slovenije je izredna majhnost in

prepletenost tako pravnih kot fizičnih oseb, nezavedanje in nevednost sta naslednja pomembna dejavnika, prav tako je pri nas problem odsotnost sodne prakse na tem področju, trdi Veselinovič (2000, str. 15-19).

Dejstvo, da je Slovenija "majhna vas", kjer se skoraj vsi med seboj poznamo, ustvarja dodatne ugodne razmere za razširjenost trgovanja z notranjimi informacijami. Zaradi majhnosti je namreč zelo propustna za kroženje notranjih informacij. Profesor Hayek je ugotovil, da mora imeti država najmanj 35 milijonov prebivalcev, če želi vsaj teoretično preprečiti zlorabe notranjih informacij (Peterman, Frankl, 1995, str. 3), Slovenija s svojima 2 milijonoma prebivalcev še zdaleč ne dosega te meje. V državah, ki imajo več izkušenj pri iskanju oseb, ki so zlorabile notranjo informacijo, je znan količnik 1000:100:10. Ta količnik pomeni, da na tisoč raziskanih primerov pride 100 prijav in od tega samo v desetih primerih pride do obtožbe. V Sloveniji so do sedaj skupaj prijavili okoli 14 oseb zaradi zlorabe notranje informacije (Smrekar, 2002a, str. 2).

Simona Toplak trdi, da je izjava predstavnika policije leta 2001, da večina trgovanja z vrednostnimi papirji pri nas poteka prav na podlagi notranjih informacij, realna (Toplak, 2001, str. 4). To velja kljub predpisom, Agenciji za trg vrednostnih papirjev (ATVP), ki ima javno pooblastilo za nadzor, borzi z njenimi pravili, policiji, ki je ustanovila specialne oddelke za finančno kriminaliteto in tožilstvu. Prepričana je, da so vsi, ki imajo omembe vredne vsote svojih prihrankov na Ljubljanski borzi, bolj ali manj insiderji, da imajo tako ali drugače dostop do notranjih informacij in jih izkoriščajo. Da trgovanje z notranjimi informacijami pri nas cvete, meni tudi Boštjan Usenik (2001, str. 2). Razlogi naj bi bili predvsem nemoč ATVP, zakon, ki ga kljub restriktivnosti ni mogoče izvajati, in kaznivo dejanje, ki je že po svoji naravi in majhnosti Slovenije izjemno težko dokazljivo, zakonodajalec pa pri zbiranju dokazov ni predvidel uporabe posebnih metod in sredstev.

Do marca leta 2002 je Ljubljanska borza prijavila 12 sumljivih dejanj zlorabe notranjih informacij. ATVP, ki je glavni nadzornik trga kapitala, je na tožilstvo podal eno prijavo. Za štiri od petih primerov zlorabe notranjih informacij, obravnavanih v zadnjih dveh letih, že policija ni mogla zbrati vseh elementov, potrebnih, da bi dokazali storitev kaznivega dejanja. Glavnina primerov zlorabe notranjih informacij v Sloveniji je povezana s prevzemi, saj so nihanja delnic, zlasti ob sovražnih prevzemih, precej večja in s tem so večji zaslužki insiderjev. Velikokrat obravnavajo tudi sporen nakup delnic pred objavo poslovnih rezultatov. V enem primeru je šlo za prodajo delnic, ko so nekateri v podjetju vedeli, da bo podjetje v kratkem v kazenskem postopku in so delnice podjetja prodali. Podana je bila le ena kazenska ovadba zaradi posebnosti nakupa delnic določene družbe, vendar je bilo še to kaznivo dejanje kvalificirano kot zloraba položaja oziroma pravic in ne kot zloraba notranje informacije. Pri gospodarskih primerih je zelo malo primerov, da bi vložene ovadbe dosegle pravnomočno obsodilno sodbo, ker je gospodarske prekrške zelo težko dokazati. Redko se da dokazati, da je oseba, ki je

imela določene informacije, te tudi posredovala osebi, ki je bila posredno ali neposredno povezana z nakupom ali prodajo vrednostnega papirja, in to natanko tistega, za katerega je osumljeni posredoval odločilne informacije. Za kaznivo dejanje nepravilne uporabe notranjih informacij ni mogoče uporabiti posebnih metod in sredstev, ker je za tak prekršek predpisana pre nizka kazen, da bi taka sredstva lahko uporabili. Obstoječa zakonodaja tako omogoča zbiranje informacij le prek govora in dokumentacije. V Sloveniji je pri lovu na insiderje problem pomanjkanje primerov in izkušenj tako borze kot ATVP ter policije, tožilstva in sodišč, poleg tega postopke še bolj otežkoča naša zakonodaja, ki kriminalistom za preverjanje sumljivih dogodkov in ljudi ne dovoljuje uporabljati posebnih preiskovalnih metod. Za več vlaganja na slovenskem trgu vrednostnih papirjev se mora spremeniti splošno mnenje o borznem dogajanju. Večina meni, da je to skorumpirano. O zlorabi notranjih informacij se že govori kot o kriminalu prihodnosti (Nidorfer, Basle, Pinterič, 2002, str. 20-21; Pinterič, Nidorfer, 2002, str. 22-23).

Problematično v Sloveniji je tudi trgovanje s svežnji zunaj borze (Čeh, 2002, str. 9). Borza namreč tam nima vpogleda nad krogom trgovanja. Poročanje o poslih zunaj borze je urejeno drugače kot na borzi, informacije prihajajo z zamudo, zato mali vlagatelji ne vedo, kdaj se kakšen vrednostni papir spleča kupiti in kdaj ne. Po drugi strani imajo veliki delničarji, na primer institucionalni lastniki, boljši dostop do teh informacij in ponekod menda verjamejo, da imajo do informacij več pravice kot drugi delničarji, kar seveda ne drži (Čeh, 2002a, str. 9).

◆ Dadas (leta 1994)

Dne 25.2.1994 je sporočilo za javnost o ustavitvi trgovanja z delnicami Dadasa povzročilo velik preplah pri marsikaterem vlagatelju. Borza je na podlagi notranjih aktov v sredo 23.2. po prevzemu revizorskega poročila o poslovanju družbe Dadas sprejela sklep o začasni ustavitvi trgovanja z redno delnico družbe Dadas d.d. V revizorskem poročilu so namreč ugotovili neskladje pri vknjižbah poslovnih dogodkov, kar je povzročilo veliko negotovosti glede pravilnosti in resničnosti evidentiranega poslovanja.

Poslovanje v tednu pred 25.2. je bilo umirjeno, v četrtek po tem, ko je borza v sredo prejela poročilo revizorja, in pred petkovim sklepom o ustavitvi trgovanja pa je promet z delnico dosegel več kot 2,5 krat višjo vrednost največjega dnevnega prometa v tednu pred zaustavitvijo trgovanja. Delnico so v velikih količinah prodajale samo nekatere borzne hiše. Velik obseg trgovanja na dan pred začasno ustavitvijo trgovanja je v množičnih občilih zbujal sume o trgovanju z notranjimi informacijami. Trgovanje z delnico je bilo spet dovoljeno po približno mesecu dni, tečaj pa je bil precej nižji. Zmanjšalo se je tudi povpraševanje po drugih pomembnejših delnicah, kar bi bilo lahko posledica zmanjšanja zaupanja v varnost naložb.

Notranja informacija je bila informacija o zaustavitvi trgovanja z delnico Dadas. Osebe, ki so to informacijo poznale, so jo lahko izkoristile tako, da so delnice Dadasa v četrtek prodale ter se tako izognile padcu tečaja in precejšnji negotovosti glede finančnih vložkov, ki se je pojavila po zaustavitvi trgovanja.

Trgovanje na podlagi notranjih informacij na sodišču ni bilo dokazano, ker še ni bilo pravne podlage, ki bi določala kazenskopravno in civilnopravno presojanje. Zakon o trgu vrednostnih papirjev je bil objavljen v Uradnem listu RS 11.2.1994, a je začel veljati šele 30 dni po objavi, nov kazenski zakonik Slovenije, po katerem je zloraba notranjih informacij kaznivo dejanje, je začel veljati šele 1.1.1995 (Aver et al., 2000, str. 193-194; Frankl, 1994, str. 1; Špec, 1996a, str. 13-17).

◆ Sum zlorabe notranjih informacij v Banki Sloveniji (leta 1995)

B. Kos, namestnik guvernerja Banke Slovenije, je prvi v Sloveniji, ki so ga uradno osumili zlorabe notranjih informacij. V začetku pomladi leta 1995 so mediji javnost obvestili o anonimnem pismu, ki ga je prejel guverner Banke Slovenije in v katerem so B. Kosa obtožili, da je svojo ženo, ki je bila v tistem času borzna posrednica v Novi Ljubljanski banki, seznanjal z notranjimi informacijami o blagajniških zapisih z nakupnim bonom Banke Slovenije. V kratkoročnih blagajniških zapisih BS so bili ločljivi nakupni boni, ki so imetniku dajali pravico do popusta pri nakupu blagajniškega zapisa. Odstotek popusta se je obračunaval vsak mesec glede na stopnjo rasti cen na drobno v preteklem mesecu (za tolarske zapise) ali glede na odstotek rasti srednjega tečaja BS za nemške marke v preteklem mesecu (za zapise v devizah). Zaradi takšne narave blagajniških zapisov in pravic, ki so izhajale iz nakupnih bonov, so imeli uslužbenci BS prednost pri poznavanju informacij, ki so vplivale na presojo o smislu nakupa nakupnih bonov blagajniškega zapisa. Hkrati so jim bile dostopne tudi informacije o možnosti za novo izdajo blagajniških zapisov BS. Na podlagi teh informacij naj bi Kosova žena zelo dobro zaslužila. Svet BS je pismo obravnaval in B. Kosu začasno zamrznil funkcijo namestnika guvernerja. Nato je zadevo raziskalo še Ministrstvo za notranje zadeve. Policija je ugotovila, da ni mogoče ugotoviti ali potrditi suma, da je namestnik svoji ženi izdajal pomembne notranje informacije, na podlagi katerih bi bila lahko v prednosti pred drugimi, oziroma da trditve iz anonimke ne držijo in da so obtožbe v celoti neupravičene. Zaradi izgube zaupanja je namestnik vseeno odstopil s položaja (Peterman, Frankl, 1995, str. 3; Aver et al., 2000, str. 193-194; Špec, 1996a, str. 17-18).

◆ Mercator leta 1998 in Pivovarna Laško ter Pivovarna Union leta 2001

Februarja leta 1998 je bilo veliko nejevolje med udeleženci borznega trgovanja, saj so se ob sesutju tečaja Mercatorjevih delnic pojavile obtožbe, da družba javnosti ni korektno obvestila o poslovnih rezultatih prejšnjega leta. Poleg tega so se tudi pojavili namigi, da

naj bi zamuda pri obveščanju nekaterim omogočila trgovanje z notranjimi informacijami. Gibanje višine dnevnega prometa v tolarjih z Mercatorjevo delnico kaže zanimive premike. Dva dni pred poročanjem o 2,4 milijonih tolarjev izgube (po nerevidiranih podatkih) se je trgovanje z delnicami Mercatorja izjemno povečalo. Dnevni promet je od okoli 3 milijonov tolarjev teden dni pred 9.2.1998 narasel na 15,6 milijonov tolarjev 9.2. in naslednji dan na neverjetnih 157,7 milijonov tolarjev. Trgovanje z delnicami je bilo 9. in 10. februarja precej nenavadno, kar bi lahko kazalo na trgovanje z notranjimi informacijami. Pristojni organi niso podali nobene obtožbe (Berdnik, 1998, str. 2).

Julija 2001 je Privovarna Laško skupaj z odvisno družbo Radenska kupila nekaj manj kot četrtino delnic Pivovarne Union, pozneje se je vmešala še belgijska pivovarna Interbrew in konec oktobra pridobila skoraj četrtino Unionovih delnic. S tem se je začela vojna za prevzem. Pregled Unionove delniške knjige je pokazal, da so se spomladi v njej znašli štiri delničarji, po objavi laške pivovarne o nakupu deleža v Unionu pa so izginili. Preknjižbe v delniški knjigi navadno naredijo dva delovna dneva po sklenjenih poslih in glede na to, da teh delničarjev v delniški knjigi ni bilo več dan po objavi, so se v medijih pojavile govorice, da so ti delničarji Pivovarne Union za namero Pivovarne Laško vedeli, še preden je ta prišla v javnost. Pojavil se je sum, da gre za zlorabo notranjih informacij. Ali so prodali delnice, preden je Laško javno objavilo nakup delnic ali potem in ali je šlo za trgovanje na podlagi notranjih informacij, ni znano (Bošnik, 2001, str. 20; Smrekar, 2002, str. 3; Smrekar, 2001, str. 1).

SKLEP

Pri trgovanju na borzi so informacije ključnega pomena za odločanje. Kdor ima notranje informacije, lahko svoje odločitve o vlaganju v vrednostne papirje sprejema hitreje in varneje kot drugi, ki takih informacij nimajo. Notranja informacija je neobjavljena informacija, informacija natančne, cenovno občutljive narave, ki utegne vplivati na sestavo cene vrednostnega papirja. Notranje informacije imajo v posesti primarni insiderji oziroma pridejo z njimi v stik sekundarni insiderji, izvirajo pa iz družbe, katere vrednostni papirji so zajeti s transakcijo. Ko insider notranjo informacijo, za katero je izvedel pred drugimi, uporabi za nakup ali prodajo vrednostnega papirja ali jo neupravičeno sporoči nekomu drugemu, tedaj govorimo o zlorabi notranje informacije.

Trgovanje z notranjimi informacijami je bilo deležno skromne etične analize, čeprav je pogosto predstavljeno kot primer neetičnega poslovnega ravnanja. Mnenja treh avtorjev o najbolj prepričljivem etičnem argumentu se razlikujejo. Jennifer Moore trdi, da sta najmočnejša argumenta dolžnost zaupanja in ideja notranje informacije kot lastnine podjetja. Trgovanje z notranjimi informacijami, dovoljeno ali ne, negativno vpliva na ideal

laissez-fairea kateregakoli trga, ker ovira njegovo bistvo - konkurenco, meni Patricia H. Werhane. Informacija ni na voljo vsakomur, kar preprečuje konkurenco, ki je odvisna od enakih možnosti za vse. R. L. Lippke opozarja na izogibanje avtorjev, ki se ukvarjajo z vrednotenjem trgovanja z notranjimi informacijami, vključevanju teorij pravičnosti v svoje razprave. Večina predpostavlja, da je socialni in ekonomski status quo neproblematičen, česar ne trdi nobena teorija pravičnosti. Izogibajo se temu, kar bi po mnenju R. L. Lippkeja moral biti teoretski okvir.

Nekatere ekonomske razprave označujejo trgovanje z notranjimi informacijami za gospodarsko koristno. Argumenti za to so, da je trgovanje z notranjimi informacijami najprimernejši način nagrajevanja podjetnikov v podjetjih, da zmanjšuje nihanje tečajev vrednostnih papirjev po objavi pomembnih informacij, da povečuje učinkovitost kapitalskega trga, omogoča boljšo alokacijo kapitala ter postavlja vse udeležence trga vrednostnih papirjev v enak položaj. Po drugi strani uveljavitev zakona o prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami v državi pomeni znižanje stroškov financiranja podjetij z lastniškim kapitalom, kar priča v prid zakonskemu urejanju tega področja. Strošek financiranja z lastniškim kapitalom je po prvi ovadbi zaradi zlorabe notranje informacije manjši, saj je zaupanje javnosti v borzo in trg kapitala večje. Zaupanje je namreč temeljno načelo financ.

Preprečevanju zlorab notranjih informacij so namenjeni obrambni mehanizmi. Preventivno preprečevanje je namreč veliko uspešnejše in učinkovitejše sredstvo od pregona kaznivega dejanja. Praksa je izoblikovala naslednje preventivne ukrepe za onemogočanje trgovanja z notranjimi informacijami: objavljanje notranjih informacij, poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji in tako imenovane kitajske zidove.

Odkrivanje in dokazovanje zlorabe notranjih informacij je težak in dolgotrajen proces. Največji odkriti primer zlorabe notranjih informacij v Združenih državah Amerike je razkritje mreže oseb, ki so si medsebojno zaupale in trgovale z notranjimi informacijami - Levine, Boesky in Siegel. V to mrežo je bila vključena množica oseb iz največjih investicijskih bank in borzno posredniških hiš na Wall Streetu. Posledice škandalov so bile izjemno odmevne in dolgotrajne.

V primerjavi z ZDA naj bi bila Evropa pravo leglo zlorab notranjih informacij, trgovanje z notranjimi informacijami pa naj bi vlagatelji še vedno imeli za sprejemljivo. Zato je bila na temelju skupnega dogovarjanja leta 1989 sprejeta direktiva o urejanju trgovanja z notranjimi informacijami, nova direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala, ki je v pripravi, pa jo bo v celoti nadomestila. V Sloveniji je zloraba notranjih informacij zelo razširjena. Problem Slovenije je namreč majhnost in prepletenost tako pravnih kot fizičnih oseb. Tudi nezavedanje in nevednost sta pomembna dejavnika razširjenosti

zlorab notranjih informacij, prav tako je navzoč še problem odsotnosti sodne prakse.

Težavnost odkrivanja in dokazovanja zlorab notranjih informacij zamegljuje predstavo o resnični razširjenosti tega pojava v Sloveniji. Pravo sliko deloma omogočajo časopisna poročila in raziskave, ki ugotavljajo tako ravnanje med insiderji, ki so tudi v Sloveniji vse pogostejša. Seveda pa so domneve v časopisih bistveno bolj razširjene kot odkrita ali dokazana ravnanja, na katera še vedno čakamo.

LITERATURA

1. Aver Boštjan et al.: Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize, mnenja. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
2. B. U.: G. Soros obtožen "insiderstva". Finance, Ljubljana, 151(27.12.2000), str. 3.
3. Bainbridge M. Stephen: Insider Trading: An Overview. UCLA School of Law. [URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529], 8.7.2002.
4. Berdnik Mojca: Očitki Mercatorju niso tako nedolžni. Finance, Ljubljana, 13(18.2.1998), str. 2.
5. Bhattacharya Utpal, Daouk Hazem: The World Price of Insider Trading. Kelley School of Business, Indiana University. [URL: <http://pacioli.bus.indiana.edu/finance/workingpapers/insider.pdf>], 8.7.2002.
6. Bobnar Andreja: Poslovanje na podlagi notranjih informacij - insiderstvo. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 46 str.
7. Bošnik Lucija: Vojna za ljubljansko pivovarno. Finance, Ljubljana, 237(31.12.2001), str. 20.
8. Bryson Anke: Asymmetric Information. Frankfurter Allgemeine Zeitung. [URL: <http://www.faz.com/IN/INtemplates/eFAZ/archive.asp?rub={B1311FCE-FBFB-11D2-B228-00105A9CAF88}&doc={D467D707-4D46-4572-8596-15E7695B925B}>], 16.4.2002.
9. Crawford Leslie: Insider Trading Report Embarrasses Alierta. Financial Times, B.k., 15.1.2002, str. 22.
10. Čas Miloš: Predvidene spremembe direktiv EU s področja trga kapitala. Finance, Ljubljana, 13(21.1.2002), str. 29.
11. Čeh Silva: Insiderstvo. Slovenija, raj za insiderje? Delo, Ljubljana, 1.6. 2002, str. 8-9.
12. Čeh Silva: Nekateri so zelo obogateli. Delo, Ljubljana, 1.6. 2002a, str. 8-9.
13. Frankl Peter: Le kaj je zagrešil Dadas. Finance, Ljubljana, 17(4.3.1994), str. 1.
14. Glas Miroslav: Poslovno okolje podjetja. Izbrani članki. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 197 str.
15. Grbec Bojan: Velik škandal na Frankfurtski borzi. Finance, Ljubljana, 57(3.8.1994), str. 8.
16. Grilc Peter: Insiderstvo - trgovanje na podlagi notranjih informacij. Podjetje in delo, Ljubljana, 5-6(1994), str. 558-563.
17. Grilc Peter: Pravnoteoretični pogledi na trgovanje z notranjimi informacijami oz. na podlagi notranjih informacij (insider dealing) in ureditev v primerjalnem pravu. Podjetje in delo, Ljubljana, 2(1994a), str. 160-180.
18. Jovanovič Dušan: Obrambni mehanizmi pred insiderstvom. Kapital, Ljubljana, 164(15.9.1997), str. 42-43.

19. Jovanovič Dušan: Pravna ureditev prepovedi insiderstva v Republiki Sloveniji. Podjetje in delo, Ljubljana, 2(1997a), str. 222-236.
20. Juhart Miha: Trgovanje z notranjimi informacijami (insidertrading) po direktivi 89/592/EEC. Podjetje in delo, Ljubljana, 2(1994), str. 181-184.
21. Kapner Fred: Italians Guilty of Insider Trading. Financial Times, B.k., 27.6.2002, str. 20.
22. Lippke Richard L.: Justice and Insider Trading. Journal of Applied Philosophy, B.k., Vol. 10, No. 2, 1993, str. 241-250.
23. Moore Jennifer: What is Really Unethical About Insider Trading? Journal of Business Ethics, B.k., Vol. 9, 1990, str. 171-182.
24. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko - angleški, angleško - slovenski. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
25. Nidorfer Matjaž, Basle Andreja, Pinterič Jan: Policija preiskala pet primerov. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 10(11.3.2002), str. 20-21.
26. Peterman Matjaž, Frankl Peter: Namestnik, ki ga je odstavila anonimka. Finance, Ljubljana, 74(6.10.1995), str. 3.
27. Pinterič Jan, Nidorfer Matjaž: Prihaja kriminal prihodnosti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 10(11.3.2002), str. 22-23.
28. Sever Saša: Začnimo učinkovito preganjati insiderstvo. Finance, Ljubljana, 103(18.6.2001), str. 28.
29. Smrekar Tanja: Borza odločneje nad insiderje. Finance, Ljubljana, 28(12.2.2002), str. 3.
30. Smrekar Tanja: Vrste insiderjev pred vrati ATVP. Finance, Ljubljana, 34(20.2.2002a), str. 2.
31. Smrekar Tanja: Zloraba obveščenosti, sreča ali intuicija? Primer Laško - Union. Finance, Ljubljana, 125(19.7.2001), str. 1.
32. Struk Vlado: Leksikon morale in etike. Maribor : Ekonomsko- poslovna fakulteta, 1999. 576 str.
33. Špec Boštjan: Nemška pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij. Pravna praksa, Ljubljana, 346(7.3.1996), str. 15-23.
34. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996a. 219 str.
35. The Financial Analyst's Handbook. Illinois: Homewood, Dow Jones - Irwin, 1988. 1870 str.
36. Toplak Simona: Če bi bin Laden trgoval preko Veselinoviča. Finance, Ljubljana, 172(25.9.2001), str. 4.
37. Toplak Simona: Evropa zaostrojuje pravila. Finance, Ljubljana, 172(25.9.2001a), str. 5.
38. Usenik Boštjan: Ni interesa za pregon insiderjev. Finance, Ljubljana, 125(19.7.2001), str. 2.
39. Usenik Boštjan: Za neučinkovitost trga kapitala je kriva tudi zakonodaja. Finance,

Ljubljana, 103(18.6.2001a), str. 27.

40. Veselinovič Draško: Informacija je gibalno tega trga. Manager, Ljubljana, 6-7(1995), str. 48-51.
41. Veselinovič Draško: Problematika trgovanja z notranjimi informacijami. Bančni vestnik, Ljubljana, 6(2000), str. 15-21.
42. Vila Anton: Poslovna etika. Organizacija, Kranj, 28(1995), št. 3, str. 133-136.
43. Vozel Mojca: Prijateljsko insiderstvo. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 20(20.5.2002), str. 9.
44. Werhane Patricia H.: The Ethics of Insider Trading. Journal of Business Ethics, B.k., Vol. 8, 1989, str. 841-845.

VIRI

1. Financial services: Commission creates two new committees on securities. [URL: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/01-792.htm], 6.6.2001.
2. Kazenski zakonik Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 63/94).
3. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).

PRILOGA

Tabela 1: Slovarček slovenskih prevodov angleških izrazov

Angleški izraz	Slovenski prevod
Chinese Walls	kitajski zidovi
disclose - or - abstain rule	pravilo razkritja ali vzdržanja
fiduciary duty	dolžnost zaupanja
fiduciary responsibility	odgovornost zaupanja
free rider	zastonjkar
front -runner	predtekač
informed exchange	informirana menjava
insider dealing	trgovanje z notranjimi informacijami
insider trading	trgovanje z notranjimi informacijami
Insider Trading Sanction Act	zakon o kaznih za trgovanje z notranjimi informacijami
Market Abuse Directive	Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala
misappropriation theory	teorija nezakonite prisvojitve
misappropriator	nezakoniti uporabnik
moderate egalitarians	zmerni egalitaristi
public choice analysis	analiza javne izbire
restricted list	seznam prepovedanih vrednostnih papirjev
rumor list	seznam govoric
tippee	prejemnik informacije ali sekundarni insider
tippeer	dajalec informacije
watch list	nadzorni seznam
welfare liberals	pristaši liberalnega koncepta blaginje