

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

BORZNO POSREDNIŠTVO V SLOVENIJI

Ljubljana, september 2002

KATJA MIKEC

IZJAVA

Študentka Katja Mikec izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom mag. Saše Jazbec, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

Ljubljana, september 2002

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1. FINANČNI TRG IN TRG KAPITALA	2
1.1. FINANČNE INSTITUCIJE	2
1.2. FINANČNI TRG	4
1.3. TRG KAPITALA	5
1.4. ZNAČILNOSTI SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	6
2. UDELEŽENCI SLOVENSKEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	10
2.1. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV	11
2.2. LJUBLJANSKA BORZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	12
2.3. CENTRALNA KLIRINŠKO – DEPOTNA DRUŽBA	13
2.4. BANKE	15
2.5. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE	16
3. BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE KOT POOBLAŠČENE UDELEŽENKE TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	17
3.1. POGOJI ZA PRIDOBITEV DOVOLJENJA ZA OPRAVLJANJE STORITEV V ZVEZI Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI	17
3.2. DEJAVNOSTI BORZNO POSREDNIŠKIH DRUŽB	20
3.2.1. Borzno posredovanje	20
3.2.2. Gospodarjenje z vrednostnimi papirji	24
3.2.3. Posebne storitve	26
3.2.4. Pomožne storitve	26
3.2.5. Druge storitve	28
3.2.6. Izvajanje storitev v praksi	29
3.3. BORZNI POSREDNIKI	30
3.3.1. Dovoljenje za opravljanje poslov borznega posrednika	30
3.3.2. Dolžnosti in pravice borznih posrednikov	31
3.3.3. Kako izbrati dobrega borznega posrednika	32
4. NEDOVOLJENA RAVNANJA NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV	33
4.1. POSLOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ – INSIDERSTVO	34
4.2. MANIPULACIJE S TEČAJI VREDNOSTNIH PAPIRJEV	36

4.2.1. Nedovoljeno vplivanje na tečaje in oblikovanje skupin za vplivanje na tečaje vrednostnih papirjev _____	36
4.2.2. Govorice _____	37
4.2.3. Usklajeno ravnanje _____	37
4.2.4. Postrganje _____	37
4.2.5. Zidanje dolgov ali piramidno poslovanje _____	38
4.2.6. Nepopolno razkrivanje poslovanja _____	38
4.3. DRUGA ZAKONSKO PREPOVEDANA RAVNANJA _____	39
4.3.1. Predtek ali »frontrunning« _____	39
4.3.2. Opravljanje navideznih poslov na borznem in prostem trgu _____	39
4.4. DRUGE KRŠITVE _____	40
4.4.1. Kršitev dobrih poslovnih običajev _____	40
4.4.2. Kršitev aplikacije _____	41
4.4.3. Kršitev načela nepristranskosti _____	41
4.4.4. Sprememba in razdrtje poslov _____	41
4.4.5. Kršitev poslovne skrivnosti borze _____	42
4.5. POSTOPKI LJUBLJANSKE BORZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV PRI NEDOVOLJENIH RAVNANJIH _____	42
4.6. NEDOVOLJENA RAVNANJA NA SLOVENSKEM TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV V PRAKSI _____	43
<i>SKLEP</i> _____	45
<i>LITERATURA</i> _____	47
<i>VIRI</i> _____	48
<i>PRILOGA</i>	

UVOD

Področje financ je v svetu in pri nas eno od najhitreje rastočih gospodarskih področij. Tako se na finančnih trgih vedno znova pojavljajo novi finančni instrumenti, s katerimi skušajo izdajatelji pridobivati prihranke prebivalstva.

Slovenci smo s prehodom v tržni sistem postali, vsaj na papirju, narod delničarjev, saj je na osnovi lastninskih certifikatov pridobila delnice večina slovenskih državljanov. Vendar se je pri lastništvu delnic pri večini prebivalstva tudi vse končalo, saj jih ima velik delež še vedno v lasti delnice, ki so jih pridobili v procesu lastninjenja, nizek pa je delež tistih, ki svoje prihranke bolj ali manj redno vlagajo v vrednostne papirje.

Osnovni namen in cilj diplomskega dela je analizirati borzno posredništvo v Sloveniji. Ker je to zelo široko področje, sem se osredotočila predvsem na naslednja področja: na institucije, ki ga urejajo področje borznega posredništva in trga vrednostnih papirjev, na borzno posredniške družbe kot tipične udeleženke trga vrednostnih papirjev in nedovoljena ravnanja na trgu vrednostnih papirjev.

Diplomsko delo je sestavljeno iz štirih delov, v vsakem sem predstavila določeno kategorijo, ki je del borznega posredništva ali nanj vpliva.

V prvem delu sem predstavila osnove finančnega trga in trga kapitala. Finančne institucije kot nosilke dogajanja na finančnem trgu sem razdelila po institucionalnem kriteriju in ugotovila, kam sodijo borzno posredniške družbe in banke, katerih dejavnost je tudi borzno posredništvo. Istočasno sem predstavila tudi ostale finančne institucije. Finančni trg sem razdelila po ročnosti in predstavila razlike med posameznimi trgi. Podrobneje sem obravnavala še trg kapitala in predstavila dejavnike, ki vplivajo na značilnosti slovenskega trga kapitala.

Na trgu vrednostnih papirjev in s tem posledično tudi na področju borznega posredništva delujejo institucije, ki uravnavajo dogajanje na njem. Katere so to? Kakšen je njihov namen in vloga? Na ta vprašanja sem odgovorila v drugem delu diplomskega dela.

V tretjem delu sem se posvetila borzno posredniški družbi kot pooblaščenim udeleženkam na trgu vrednostnih papirjev. Opremila sem pogoje, ki jih mora izpolnjevati za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, nato sem opisala dejavnosti, ki jih borzno posredniška družba lahko opravlja. Kdo so borzni posredniki ter kakšne so njihove dolžnosti in pravice? Kako sploh izbrati dobrega borznega posrednika? Odgovore na ta vprašanja sem poiskala v nadaljevanju tretjega dela.

Kaj pa nedovoljena ravnanja na trgu vrednostnih papirjev? Z razvojem trga kapitala so se pojavila tudi v Sloveniji. Katera so, kakšne so njihove značilnosti, kdo ukrepa v primeru kršitev in v kolikšni meri se dogajajo v Sloveniji sem opisala v četrtem delu.

V zadnjem, sklepnem delu diplomskega dela, sem povzela temeljne ugotovitve, do katerih sem prišla med obravnavanjem borznega posredništva v Sloveniji.

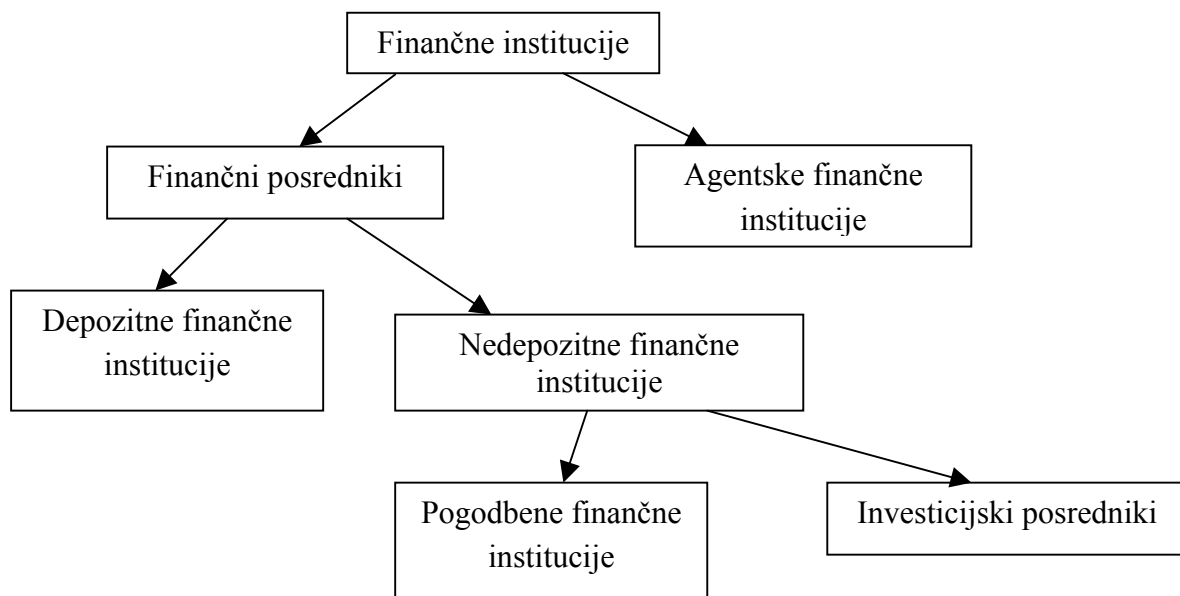
1. FINANČNI TRG IN TRG KAPITALA

Finančni trg je mehanizem, ki omogoča prenos finančnih sredstev od gospodarskih celic s finančnimi presežki (suficitne gospodarske celice) na gospodarske celice s finančnimi primanjkljaji (deficitne gospodarske celice). V najširšem smislu zajema ves pretok finančnih prihrankov (Mishkin, Eakins, 1998, str. 14).

1.1. FINANČNE INSTITUCIJE

Finančne institucije lahko razdelimo na različne kriterije. Eno od možnih razdelitev prikazuje slika 1.

Slika 1: Delitev finančnih institucij po institucionalnem kriteriju



Vir: Mishkin, Eakins, 1998, str. 29.

Po institucionalnem kriteriju (z vidika finančnega posredništva) razdelimo finančne institucije na finančne posrednike in agentske finančne institucije. Med slednje uvrščamo t.i. brokerje¹ in dilerje², katerih glavna dejavnost je trgovanje z vrednostnimi papirji, in investicijske banke, katerih ena od dejavnosti je tudi pomoč podjetjem pri izdaji vrednostnih papirjev. Agentske finančne institucije poslujejo v imenu in za račun drugih. Pri njihovem poslovanju gre za pretok sredstev prek finančnih trgov, saj se sredstva prenašajo neposredno od posojilodajalcev na posojilojemalce. Mednje štejemo borzno posredniške družbe kot glavne predstavnike teh institucij.

Finančni posredniki so vmesni člen med končnimi posojilojemalci in posojilodajalci. Zaradi posredništva se spreminja njihova premoženjska bilanca. Finančne posrednike delimo na depozitne in nedepozitne finančne institucije.

Depozitne finančne institucije so finančni posredniki, za katere je značilno, da zbirajo finančne prihranke na osnovi vlog oziroma depozitov z različnimi roki zapadlosti. Zbrana sredstva varčevalcev te institucije prenašajo na deficitne gospodarske celice z odobravanjem posojil različnih ročnosti in z nakupi njihovih vrednostnih papirjev. Med depozitne finančne institucije štejemo poslovne banke, hranilnice, posojilnice, kreditne zadruge in druge finančne institucije, ki imajo med svojimi obveznostmi pretežno depozite.

Nedepozitne finančne institucije delimo na pogodbene finančne institucije in na investicijske posrednike.

Namen pogodbenih finančnih institucij je izpolnjevanje pogodbenih obveznosti, ki nastanejo s periodičnimi vplačili varčevalcev na podlagi pogodbenih razmerij med varčevalci in posamezno institucijo. Vzporedno opravljajo tudi naloge finančnega posredništva. Zaradi stalnega priliva sredstev varčevalcev likvidnost sredstev ni ključnega pomena, zato vlagajo v dolgoročne vrednostne papirje. Med te institucije spadajo pokojninski skladi in zavarovalniške družbe.

Investicijski posredniki so družbe, ki jih ustanovljajo investicijska podjetja in druge finančne institucije z namenom pridobitve prihrankov suficitnih gospodarskih celic preko izdajanja delnic ali kuponov. Te prihranke potem nalagajo v vrednostne papirje podjetij. Imenujejo se tudi čisti finančni posredniki, saj varčevalcem v osnovi nudijo možnost zmanjševanja tveganja in strokovnega upravljanja prihrankov. Predstavniki investicijskih posrednikov so investicijske družbe in vzajemni skladi.

¹ Broker (»broker«) je oseba, ki na trgu vrednostnih papirjev povezuje različne stranke in samo posreduje pri nakupih in prodajah za druge, ne deluje pa za svoj račun.

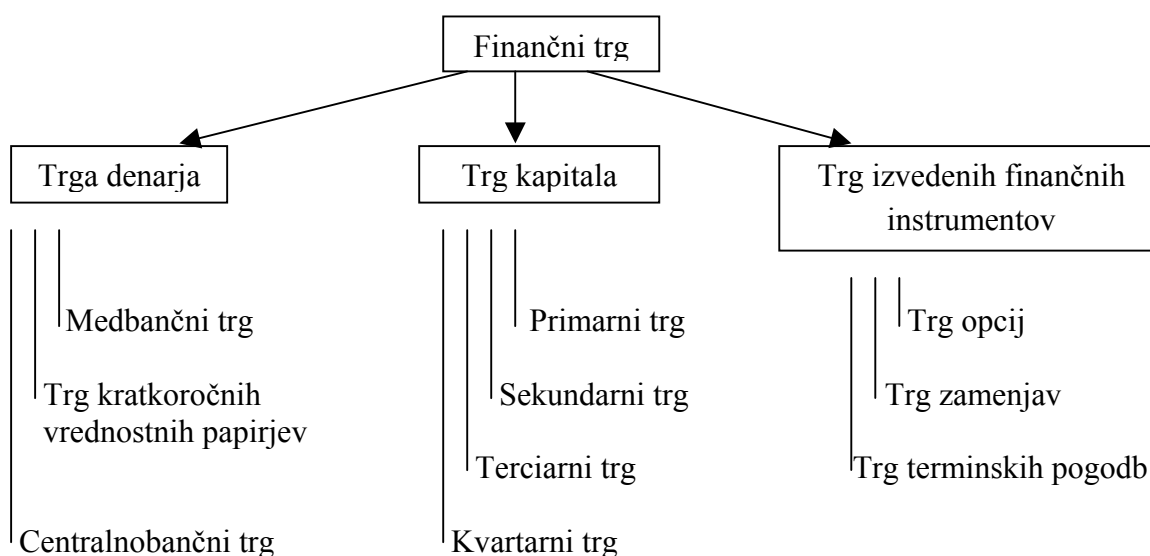
² Diler (»dealer«) kupuje in prodaja za svoj račun (in s tem prevzame nase tveganje) z namenom pokriti stroške poslovanja in doseči dobiček, ki nastane pri višji prodajni ceni od nakupne.

1.2. FINANČNI TRG

Na finančnem trgu se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih sredstvih. Obstaja več kriterijev za delitev finančnega trga, eden izmed njih je ročnost, ki ga deli na denarni trg in trg kapitala.

Na trgu denarja se trguje s kratkoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo do enega leta, na trgu kapitala pa z dolgoročnimi finančnimi oblikami z dospelostjo prek enega leta ali brez dospelja. Povezava med obema trgoma so tudi nekatere finančne institucije (predvsem poslovne banke), ki opravljajo t.i. transformacijo ročnosti.

Slika 2: Delitev finančnega trga



Vir: Mramor, 2000, str. 24.

Trg denarja se deli glede na dokumentiranost pretoka prihrankov na (Mramor, 2000, str. 23):

- dogovorni ali osebni trg, za katerega je značilen osebni in bilateralni kreditni odnos, velik del pretoka prihrankov pa se opravi, ne da bi bilo kreditno razmerje dokumentirano z listino, ki bi bila prenosljiva;
- odprti trg, kjer so dolgovi dokumentirani s prenosnimi listinami in se kupci ter prodajalci običajno ne poznajo, saj ponavadi delujejo prek borznih posrednikov in agentov.

Trg denarja v ožjem pomenu besede je opredeljen kot medbančni trg denarja. Na njem so glavni udeleženci poslovne banke in centralna banka. Med instrumente denarnega trga štejemo vsa kratkoročna posojila in kratkoročne vrednostne papirje države, poslovnih bank in drugih finančnih in nefinančnih institucij. Na trgu kratkoročnih vrednostnih papirjev oziroma trgu kreditnega in depozitnega poslovanja sodelujejo gospodinjstva, podjetja, država in finančne institucije, na centralnobančnem trgu pa Banka Slovenije izvaja posojilne operacije in intervencije.

K trgu kapitala štejemo dolgoročna posojila in »trajna posojila« (posojilodajalec postane solastnik podjetja). Pri tem se ne upošteva bilateralnih kreditnih odnosov, ampak samo tista dolgoročna posojila in tista »trajna posojila«, kjer gre za odprti trg (Ribnikar, 1999, str. 172). Na trgu kapitala se tako trguje z dolgoročnimi dolžniškimi in lastniškimi vrednostnimi papirji podjetij, države, občin in drugih izdajateljev.

Namen trga izvedenih finančnih instrumentov je zavarovanje pred finančnimi tveganji. O tem trgu govorimo takrat, kadar pride do izročitve finančnega instrumenta (vrednostni papir, finančne premoženjske oblike) čez čas in ne takoj. Izveden finančni instrument je instrument, ki se glasi na finančno premoženje (vrednostni papirji, valute) ali na kakšen finančni kazalnik (obrestno mero, borzni indeks, devizni tečaj) (Ribnikar, 1999, str. 162). Trg delimo na trg terminskih pogodb³, trg opcij⁴ in trg zamenjav⁵.

1.3. TRG KAPITALA

Za gospodarski razvoj je trg kapitala v ožjem smislu oziroma trg dolgoročnih vrednostnih papirjev ključnega pomena, saj s tem gospodarske organizacije pridobivajo tvegani kapital in dolgoročno dolžniško financiranje z izdajo delnic ali obveznic.

Trg kapitala v ožjem smislu se deli na štiri dele:

a) Primarni trg

Na tem trgu se trguje z novimi izdajami finančnih oblik. Da bi različni finančni instrumenti služili svojemu namenu, jih je potrebno najprej izdati. Novo izdane vrednostne papirje in njihovo prodajo na trgu imenujemo primarna izdaja vrednostnih papirjev. Ker jih njihov izdajatelj ponudi v odkup prvič, imenujemo ta trg primarni trg vrednostnih papirjev.

Postopek primarne izdaje vrednostnih papirjev je zapleten, zato ponavadi celoten projekt pripravlja strokovna služba izdajatelja vrednostnih papirjev ob pomoči zunanjih sodelavcev (npr. investicijske banke, svetovalna podjetja) ali pa izdajatelj celoten postopek prepusti borzno posredniškim družbam ali investicijskim bankam.

³ Terminalska pogodba je obveza nakupa ali prodaje osnovne naložbe (delnice, obveznice, različno blago, valute) danes po terminskem tečaju in z rokom izvršitve, daljšim od dveh delovnih dni.

⁴ Opcija daje lastniku pravico, ne pa obvezo nakupa ali prodaje osnovnega instrumenta, na katero se opcija nanaša, za določeno ceno v določenem časovnem obdobju (ameriška opcija) ali na določen dan (evropska opcija) v prihodnosti.

⁵ Zamenjava ali swap je skupni izraz za različne posle zamenjave. Znane so predvsem valutne zamenjave, pri čemer gre za nakup (ali prodajo) določene valute po trenutnem tržnem tečaju in hkratno prodajo (ali nakup) le-te po terminskem tečaju.

b) Sekundarni trg

Na sekundarnem trgu se že obstoječe finančne oblike prodajajo na dva načina:

- na organiziranih trgih oziroma na borzi:
Borza vrednostnih papirjev je osrednje mesto trgovanja z vrednostnimi papirji, kjer nakupi in prodaje potekajo na organiziran način prek borznih posrednikov. Borza velja za organizirani del sekundarnega trga vrednostnih papirjev.
- na neorganiziranih trgih oziroma trgih preko okenc (»over-the-counter market - OTC«):
Trg OTC je pomemben predvsem za manjša podjetja, ki ne zadovoljujejo kriterijev za uvrstitev na borzni trg, ker tako pridobijo možnost nastopa na trgih vrednostnih papirjev, kar lahko posledično pomeni lažje pridobivanje dodatnega kapitala.

Poleg teh dveh oblik sta se pojavili še dve specializirani obliki sekundarnega trga, ki se razvijeta zlasti v okviru razvitejših trgov vrednostnih papirjev:

c) Terciarni trg

Na terciarnem trgu se z vrednostnimi papirji, ki sicer kotirajo na borzah, trguje mimo borze. Tak trg vzdržujejo posamezni specializirani brokerji in dilerji, ki želijo tako doseči novo posebno ceno vrednostnih papirjev, ki bi jim prinesla večji dobiček pri trgovanju kot sicer. Udeleženci takega trgovanja so predvsem institucionalni investitorji, včasih pa tudi posamezniki (Svilan, 1990, str. 140).

d) Kvartarni trg

Je trg institucionalnih investitorjev, ki prodajajo in kupujejo večje količine vrednostnih papirjev med seboj v neposrednih stikih, brez posredovanja finančnih posrednikov. Cene vrednostnih papirjev se določajo s pomočjo medsebojnih pogajanj. Stroški takega trgovanja so veliko nižji kot pri običajnem trgovanju prek borze ali OTC, poleg tega je medsebojno dogovorjena cena ugodnejša za obe pogajalski strani, izvedba transakcije pa hitrejša kot sicer. Dodatna ugodnost je, da taki posli ostanejo tajni za širšo javnost (Svilan, 1990, str. 141).

1.4. ZNAČILNOSTI SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA

Slovenski trg kapitala se od ameriškega kot vodilnega v svetu in ostalih trgov kapitala pomembno razlikuje. Posebnost mu daje dejstvo, da dejavniki, ki vplivajo na ceno vrednostnih papirjev na njem, vsaj na kratek ali srednji rok lahko bistveno razlikujejo od dejavnikov, ki vplivajo na gibanje tečajev na razvitih trgih kapitala (Kleindienst, 2001, str. 322-335):

1. Šibkejši vpliv temeljnih dejavnikov na tečaje delnic

Temeljni dejavniki, ki navadno pomembno vplivajo na vrednosti delnic (uspešnost poslovanja izdajateljev in makroekonomske razmere), imajo v Sloveniji manjši relativni vpliv na gibanje tečajev delnic kot na razvitih trgih kapitala. Vpliv teh dejavnikov se dostikrat porazgubi zaradi razmeroma močnega vpliva ostalih, predvsem prehodnih dejavnikov in jih je zaradi tega težje zaznati.

2. Prehodna faza

Začela se je v letu 1996, ko so na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev začele prihajati delnice prvih podjetij iz procesa množičnega lastninjenja. Trgi v prehodu so občasno izpostavljeni pretresom, ki lahko tečaje delnic močno zanihajo. Najpogostejša dejavnika sta:

- *proces konsolidacije lastništva*
Prodaje privatizacijskih delničarjev pomenijo dodatno ponudbo delnic na trgu, slovenski investitorji pa niso bili sposobni slediti povečevanju njihove ponudbe. Pričakovati je, da bo pritisk privatizacijskih delnic vse manjši, pokojninska reforma in sproščen priliv tujega kapitala pa je in bo učinke tega procesa povsem odpravil.
- *pogoste spremembe zakonodaje*
Za trge kapitala v prehodu je značilno tudi, da se zakonodaja, ki jih ureja, spreminja razmeroma pogosto in bistveno, kar se je pokazalo v Sloveniji v letu 1999, ko so bili med drugim sprejeti tudi Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Zakon o deviznem poslovanju in Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih. Spremembe zakonodaje lahko na trg kapitala vplivajo pozitivno ali negativno, odvisno od investitorjev samih oziroma njihovih sposobnosti obračanja sprememb v svoj prid.

3. Majhnost trga kapitala

Slovenski trg kapitala ni majhen samo v primerjavi z ameriškim ali drugimi večjimi trgi kapitala v svetu, temveč je majhen tudi v primerjavi s trgi v srednjeevropski regiji. Majhnost je povsem razumljiva posledica majhnosti slovenskega gospodarstva. Kljub temu si investitor želi čim večjo izbiro vrednostnih papirjev, kar pa ob majhnosti in nizki likvidnosti vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi pomeni, da bo moral slovenski investitor pomemben del prihrankov, ki jih nameni za nakup delnic, nujno investirati tudi v delnice tujih podjetij. Veliko pomanjkljivost majhnega trga kapitala pa predstavlja tudi analiza delnic, ki temelji na primerjavi podjetij iz iste panoge, saj je zelo težko primerjati maloštevilna podjetja iz iste panoge v borzni kotaciji, ki so ponavadi precej različna.

4. Kratka zgodovina

Zaradi pomembnih sprememb v poslovnem okolju, ki so jim bili v preteklih letih izpostavljeni izdajatelji slovenskih delnic, je napovedovanje njihove prihodnje poslovne

uspešnosti oteženo. Zaenkrat je smiselno, da investitor preteklim dogajanjem na slovenskem trgu kapitala ne posveča večje pozornosti pri odločanju.

5. Zmerna učinkovitost

Slovenski trg kapitala sodi med nastajajoče trge kapitala, za katere pomeni, da so šibko ali zmerno učinkoviti⁶. Posledica tega je, da lahko tečaji vrednostnih papirjev na teh trgih dlje časa odstopajo od dejanskih ali notranjih vrednosti. Verjetnost, da bo investitor na Ljubljanski borzi za delnico določenega podjetja plačal občutno več ali manj, kot je dejansko vredna, je povsem realna. Od dejanske vrednosti lahko še posebej močno odstopajo tečaji manj likvidnih delnic manjših podjetij.

6. »Psihologija« trga

Poznavanje psihologije trga kapitala je za investitorja precejšnjega pomena, vendar jo je zelo težko opredeliti. Obstoječi psihološki profil slovenskega trga kapitala naj bi bil takšen:

- *Majhno število investorjev*
Na slovenskem trgu sedaj deluje le nekaj tisoč investorjev, od tega jih le okoli 100 ali nekaj 10 igra pomembnejšo vlogo. Posebnost pa je, da noben od teh udeležencev nima prevladujočega vpliva na dogajanja na trgu. Za pomembnejše tržne udeležence pa je značilno, da se med seboj razmeroma dobro poznajo in da dejavnosti drug drugega razmeroma dobro spremljajo.
- *Lokalnost*
Na trgu prevladujejo domači tržni udeleženci. Tuji investitorji včasih ne želijo sodelovati na slovenskem trgu vrednostnih papirjev zaradi prevladujočega mnenja, da ne poznajo lokalnih pravil igre in tako ne bi imeli možnosti za uspeh.
- *Pasivnost in sledenje*
Večina tržnih udeležencev je razmeroma pasivnih, kadar pa kdo od njih prevzame pobudo, se pogosto zgodi, da mu sledijo še drugi. To pomeni, da tržni udeleženci ne vedo prav dobro, kako naj se obnašajo, zato predvsem čakajo.
- *Govorice*
Govoric in senzacionalističnih ugibanj na slovenskem trgu ne primanjkuje. Zanimivo pa je dejstvo, da so tržni udeleženci za takšna gibanja bolj ali manj nedovzetni z izjemo morda nekaj prvih dni po tem, ko se govornice sprožijo. Tudi na splošno se na slovenskem trgu kapitala pogosto razlaga določene pojave kar vse povprek, brez oprijemljivih števil in analiz.
- *Vloga delničarjev*
Podjetjem naj bi v bistvu vladali delničarji in ne uprava, kot je to pogosto v Sloveniji. Prav tako ni povsem jasno, kakšna je vloga in kakovost posameznih delničarjev.

⁶ Učinkoviti trg kapitala je tisti trg, na katerem cene vrednostnih papirjev večino časa dobro izražajo njihovo dejansko vrednost in na dolgi rok ustvarjajo donosnost, ki je v skladu z njihovim tveganjem.

Dostikrat se zdi, da so mali delničarji v zapostavljenem položaju, čeprav osnovno načelo demokracije trga kapitala trdi, da »so pravice, ki izhajajo iz ene delnice, enake ne glede na število delnic, ki jih ima posameznik«. Precejšnjo vlogo v javnih delniških družbah ima država, in sicer preko paradržavnih skladov (Kapitalska družba, Slovenski odškodninski sklad) in pooblaščenih investicijskih družb (PID-ov).

- *Dostopnost informacij*

Informacije, za katere je na razvitih trgih kapitala povsem samoumevno, da so javne, so pri nas dostikrat težko dosegljive. Največje težave pri dostopu do njih imajo seveda mali delničarji. To je tudi razlog, da so delnice primerna naložba za tiste posameznike, ki se na to spoznajo in imajo na razpolago veliko informacij.

- *Insiderstvo*

Pomanjkanje informacij nudi ugodne razmere za trgovanje na osnovi notranjih informacij, ki niso dostopne splošni javnosti. Insiderstvo je tudi na slovenskem trgu kapitala strogo prepovedano, žal pa ga je razmeroma težko odkriti in še težje dokazati.

- *Razlike v računovodskih standardih*

Obstoječi slovenski računovodski standardi v nekaterih pomembnih elementih odstopajo od mednarodnih računovodskih standardov in od računovodskih standardov, ki se uporabljajo v ZDA. Posledično prihaja do tega, da je uspešnost poslovanja in vrsto kazalnikov slovenskih podjetij, primernih za analizo delničarjev, zelo težko neposredno primerjati z uspešnostjo poslovanja tujih podjetij.

- *Značilnost delnic na Ljubljanski borzi*

Na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev kotirajo predvsem delnice že uveljavljenih manjših podjetij iz t.i. zrelih panog. Delnice podjetij v zreli panogi so v povprečju manj tvegane od delnic podjetij iz hitro rastočih (zlasti tehnoloških) panog, vendar je zaradi tega manjša njihova pričakovana donosnost.

- *Makroekonomska okolje*

Trg kapitala je močno odvisen od makroekonomskega okolja, v katerem deluje. Slovenski trg kapitala od leta 1995 deluje v uspešnem in dokaj umirjenem makroekonomskem okolju. V zadnjih letih se je izboljšala tudi ocena deželnega tveganja Slovenije, ki jo objavljajo tuje bonitetne agencije. To pomeni, da se zmanjšuje tveganje investiranja v delnice na Ljubljanski borzi.

Iz dneva v dan smo priča spremembam na slovenskem trgu kapitala. Tako lahko opazimo, da naštetih dejavniki izgubljajo na pomenu, v ospredje pa prihajajo tisti, za katere lahko trdimo, da povečujejo razvitost tega trga. Ti dejavniki so:

- zniževanje splošne ravni obrestnih mer;
- prihod tujih portfeljskih investitorjev;
- pokojninska reforma (s pokojninskimi skladi);
- združitve in prevzemi;
- povečano zanimanje za delnice velikih in uspešnih podjetij;
- močnejši vpliv dogajanj na tujih trgih kapitala.

Vse to že oziroma bo povzročilo, da se bodo dolgoročni tečaji vrednostnih papirjev na Ljubljanski borzi vendarle gibali predvsem pod vplivom naštetih dejavnikov, s tem pa bo slovenski trg kapitala povečal stopnjo razvitosti.

2. UDELEŽENCI SLOVENSKEGA TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

S prehodom na tržni sistem so se v Sloveniji pojavile potrebe po pravni ureditvi trga vrednostnih papirjev. Od takrat je bilo sprejetih nekaj zakonov, ki so postavili pravne temelje k ureditvi te problematike. Najpomembnejši zakon, ki ureja področje borznega posredništva, je ZTVP⁷, ki temelji na naslednjih načelih (Mramor, 2000, str. 134):

- načelo nadzora nad izvajanjem, prodajo in hranjenjem vrednostnih papirjev ter poravnavanjem transakcij;
- načelo varstva investitorjev;
- načelo javnega, popolnega in ažurnega razkritja podatkov glede poslovanja družb, katerih vrednostni papirji so predmet javnega trgovanja;
- načelo jasnosti, preglednosti, ažurnosti ter javnosti poslovanja organizacij, ki se ukvarjajo s poslovanjem z vrednostnimi papirji;
- načelo kontrole poslovanja borze vrednostnih papirjev ter kontrole udeležencev na trgu vrednostnih papirjev;
- načelo zakonitosti poslovanja z vrednostnimi papirji ter načelo enakega obravnavanja strank;
- načelo varnega poravnavanja obveznosti na podlagi sklenjenih poslov z vrednostnimi papirji.

Najpomembnejše med naštetimi načeli je načelo varstva investitorjev, in sicer v prvi vrsti malih investitorjev, šele nato institucionalnih investitorjev, kot so banke, zavarovalnice in skladi.

Na slovenskem trgu vrednostnih papirjev deluje mnogo institucij, ki tako ali drugače urejajo in določajo dogajanje na njem. Te institucije so:

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP);
2. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev;
3. Centralna klirinško – depotna družba (KDD);
4. banke;
5. borzno posredniške družbe⁸;
6. družbe za upravljanje.

⁷ Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94) – ZTVP in Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) – ZTVP-1.

⁸ Borzno posredniške družbe so podrobneje opisane v 3. poglavju, tu so navedene samo zaradi popolne slike.

2.1. AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV

ATVP je pravna oseba s sedežem v Ljubljani, ki je pri izvrševanju svojih nalog in pristojnosti samostojna in neodvisna. Njena organa sta direktor, ki ga imenuje in razrešuje vlada Republike Slovenije za dobo petih let, ter strokovni svet, ki ga sestavljajo predsednik in osem članov, katere imenuje vlada Republike Slovenije na predlog finančnega ministra.

Svoje naloge in pristojnosti izvršuje z namenom zagotavljanja spoštovanja določb zakonov, ki urejajo področje trga vrednostnih papirjev, in njihovih vsakokratnih sprememb ter predpisov, izdanih na podlagi teh zakonov, ter s tem ustvariti pogoje za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje vlagateljev v te trge.

Naloge in pristojnosti ATVP na področju vrednostnih papirjev so podobne nalogam in pristojnostim Banke Slovenije na področju denarnega sistema in nadzora nad opravljanjem bančnih storitev. Najpomembnejše naloge, ki jih ima ATVP po zakonu, so naloge nadzora. Zadolžena je za nadzor nad izvajanjem javne ponudbe vrednostnih papirjev na primarnem trgu, za nadzor nad poslovanjem pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu in za nadzor nad poslovanjem borze, organizacij s področja infrastrukture ter pri trgovanju na podlagi notranjih informacij. Izvaja ga na več načinov: na terenu na vpisnih mestih v primeru javnih ponudb vrednostnih papirjev, v prostorih pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev, ki imajo dovoljenje ATVP za poslovanje, v prostorih ATVP s pregledovanjem poročil in dokumentov, ki jih pošiljajo družbe, in z vpogledom v Borzni informacijski sistem (BIS). O opravljanju svoje primarne naloge mora letno poročati Državnemu zboru Republike Slovenije, poleg tega poroča še o stanju in razmerah na trgu vrednostnih papirjev (trgovanje na organiziranem trgu vrednostnih papirjev s podatki o obsegu in sestavi prometa z vrednostnimi papirji, sprejem vrednostnih papirjev na organizirani trg, itd.), ravno tako pa mora poročati še o svojem delu (ukrepi ATVP po izvedenih postopkih nadzora, izdana dovoljenja za poslovanje, itd.).

Med ostale naloge ATVP uvrščamo še izdajanje dovoljenj za poslovanje finančnih institucij, za javno ponudbo vrednostnih papirjev, borznim posrednikom za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, članom uprav družb za upravljanje za opravljanje poslov člana uprave družbe za upravljanje, priprava podzakonskih aktov ATVP, ki pomenijo pravno podlago za izvajanje nadzora, ter registrov in drugih podatkov s področja trga kapitala, ki so dostopni javnosti, in dajanje soglasja k aktom Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in KDD (Mramor, 2000, str. 137). Pri opravljanju nalog ATVP deluje v javnem interesu z namenom zaščite investitorjev in razvoja trga vrednostnih papirjev.

Sredstva za delo ATVP se zagotavljajo iz taks in nadomestil ter iz drugih prihodkov, ki jih ustvari ATVP s svojim poslovanjem. V primeru dobička oziroma presežka prihodkov nad odhodki se del izloči v rezerve ATVP, ostali del pa v proračun Republike Slovenije. Izguba

oziroma presežek odhodkov nad prihodki se krije iz rezerv ATVP, v skrajnem primeru pod posebnimi pogoji pa tudi iz proračuna Republike Slovenije.

Nadzor ATVP se vrši na dva načina: računsko sodišče opravlja nadzor nad zakonitostjo, namembnostjo, gospodarno in učinkovito rabo sredstev, Državni zbor Republike Slovenije pa nad poslovanjem ATVP.

2.2. LJUBLJANSKA BORZA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je po Pravilih borze⁹ opredeljena kot delniška družba, ustanovljena za zagotavljanje pogojev, ki so potrebni za povezovanje ponudbe in povpraševanja po vrednostnih papirjih in za trgovanje z drugimi finančnimi instrumenti oziroma za organizirano, pregledno, likvidno in učinkovito poslovanje z vrednostnimi papirji in drugimi finančnimi instrumenti v skladu z zakonom in drugimi predpisi. Po ZTVP je borza samoregulativna institucija, ki sama določa sistem in način trgovanja na borzi ter druga vprašanja v zvezi s samim trgovanjem z vrednostnimi papirji na borzi.

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je bila ustanovljena 26.12.1989 in je organizirana kot delniška družba s sedežem v Ljubljani. Delničarji borze so banke in borzno posredniške družbe, ki imajo sedež v Republiki Sloveniji in so hkrati člani borze. Vsi člani borze, razen Republike Slovenije in Banke Slovenije, imajo enako število delnic borze, ki jih ne smejo prenašati na drugega, razen ob prenehanju članstva na borzi. Osnovni kapital borze znaša 50 milijonov tolarjev, ki se lahko vsako poslovno leto poveča, če se poveča število novih članov borze, da se ohrani enakomerno lastništvo delnic borze.

Član Ljubljanske borze vrednostnih papirjev lahko postane borzno posredniška družba ali banka, ko pridobi ustrezno dovoljenje ATVP oziroma Banke Slovenije. Bodoči član mora vložiti zahtevo za sprejem v članstvo na borzi ter istočasno predložiti dokazilo o izpolnjevanju pogojev. Po sklepu o sprejemu člani plačajo enkratno letno pristojbino in letno članarino ter pristopijo k elektronskemu načinu trgovanja z vrednostnimi papirji (BIS oziroma BTS¹⁰).

Dolžnosti borznih članov, ki jih določajo Pravila borze, so:

- skrbeti za ugled borze ter za spoštovanje in izvajanje Pravil in Navodil organov borze;
- voditi natančno evidenco o prejetih naročilih in sklenjenih borznih poslih;

⁹ Pravila borze, Navodila borze in Statut borze so borzni splošni akti, ki se nanašajo na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev.

¹⁰ Programsko opremo Borznega informacijskega sistema (BIS) sestavlja pet modulov: borzno trgovanje in nadzor nad trgom, registracija izdajateljev vrednostnih papirjev in pridobivanje informacij o njih, registracija borzno posredniških družb, obračun in poravnava borznih poslov in denarna poravnava (Mramor, 2000, str. 180). Iz tega sledi, da je Borzni trgovalni sistem (BTS) del BIS-a.

- borzi predložiti vsa letna in polletna poročila o svojem poslovanju ter obveščati o morebitnih spremembah pogojev poslovanja, podatkov iz registra in drugih dogodkih, ki vplivajo na finančno stanje in poslovanje;
- preprečiti dostop in uporabo BIS drugim osebam, razen borznemu posredniku, kateremu je borza dodelila osebne kode;
- plačevati članarino in pristojbine v skladu s cenikom borze;
- varovati vse podatke, ki so kot poslovna skrivnost določeni za zaupne v Statutu borze.

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d. opravlja naslednje dejavnosti (Statut borze, 1994):

- organiziranje povezovanja ponudbe in povpraševanja v prometu z vrednostnimi papirji;
- informiranje o ponudbi, povpraševanju, tržni vrednosti in drugih podatkih o vrednostnih papirjih;
- ugotavljanje oziroma kotiranje tečajev vrednostnih papirjev in objavljanje tečajev vrednostnih papirjev.

Borza opravlja tudi vse druge posle, ki so potrebni za njen obstoj in opravljanje dejavnosti, ne pomenijo pa neposrednega opravljanja dejavnosti; med te spada tudi nadzor borznega poslovanja. Borza oziroma pooblaščenih uslužbenci borze nadzorujejo poslovanje z vrednostnimi papirji na uradnem borznem trgu in prostem trgu, v primeru ugotovljenih kršitev oziroma nepravilnosti pa ukrepajo v skladu s svojimi pristojnostmi, da bi tako zagotovili nemoteno in pošteno trgovanje z vrednostnimi papirji. Pravilnost poslovanja prek BIS-a nadzoruje posebna borzna služba, ki odloča tudi o morebitnih pomanjkljivostih in nepravilnostih pri sklepanju borznih poslov (Mramor, 2000, str. 145).

2.3. CENTRALNA KLIRINŠKO – DEPOTNA DRUŽBA

Izredno pomembno vlogo na trgu vrednostnih papirjev igra Centralna klirinško – depotna družba, d.d., Ljubljana, ki je začela poslovati leta 1995. Organizirana je kot delniška družba, katere delnice so navadne in ne smejo kotirati na borzi, v lasti pa jih imajo Republika Slovenija, Banka Slovenije in ostali delničarji (borzno posredniške družbe, banke, Sklad Republike Slovenije za razvoj, Slovenski odškodninski sklad, Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje), katerih delež delnic v tej družbi ne sme presegati 10%.

KDD je institucija, ki opravlja naslednje storitve (Mramor, 2000, str. 158):

- obračun in poravnavanje (denarnih) obveznosti iz sklenjenih poslov na organiziranem trgu vrednostnih papirjev med vsemi pooblaščenimi udeleženci za poslovanje z vrednostnimi papirji;

- vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev, kar pomeni vodenje računalniške evidence lastnikov delnic posameznih delniških družb na varen, zanesljiv in učinkovit način;
- zagotavljanje učinkovitega in hitrega ugotavljanja ter uveljavljanja pravic delničarjev;
- zagotavljanje stanj na računih vrednostnih papirjev.

Za opravljanje storitev KDD za člana¹¹ ali njegovo stranko odpre račun, ki je lahko (Pravila poslovanja KDD, 1995):

- **hišni račun**, na katerem se vodijo stanja vrednostnih papirjev v imenu in za račun borzno posredniških družb ali bank;
- **račun strank**, na katerem se vodijo stanja vrednostnih papirjev v imenu in za račun strank borzno posredniških družb ali bank;
- **zastavni račun**, na katerem se posebej vodijo oziroma na katerega se prenesejo vrednostni papirji, ki so bili zastavljeni, in je podračun hišnega računa ali računa strank;
- **posojilni račun**, na katerem se posebej vodijo oziroma na katerega se prenesejo vrednostni papirji, ki so bili sposojeni;
- **registrski račun imetnikov**, na katerem se neposredno vodijo vrednostni papirji posameznih imetnikov, ki vrednostnih papirjev še nimajo vknjiženih na računu strank pri članu KDD;
- **fiduciarni ali hrambeni račun**, na katerem se vodijo vrednostni papirji imetnikov s sedežem ali stalnim prebivališčem v tujini.

Mednarodni standardi poslovanja klirinških družb določajo, da se zaradi varnosti in drugih razlogov vse transakcije vpisujejo dvojno, česar se držijo tudi v KDD. Uvajajo tudi sekundarni sedež poslovanja v Kopru z namenom, da bi bilo v primeru naravnih ali drugih nesreč poslovanje KDD nemoteno.

Pooblaščenim udeležencem trga vrednostnih papirjev plačujejo storitve KDD po ceniku, ki ga določi sama, potrdi pa ATVP. Za poravnavanje denarnih obveznosti, ki nastanejo s poslovanjem, imajo pooblaščenim udeležencem pri Banki Slovenije odprt transakcijski račun. Pooblaščenim udeležencem trga vrednostnih papirjev je v ta namen dolžan zagotoviti zadostno kritje za plačilo svojih denarnih obveznosti na podlagi sklenjenih poslov. V primeru plačilne nesposobnosti udeleženca KDD črpa sredstva iz zato posebej oblikovanega varnostnega sklada, v katerega pooblaščenim udeležencem vplačajo določen denarni znesek.

¹¹ Člani KDD so lahko: banke in borzno posredniške družbe, investicijske družbe in PID-i, družbe za upravljanje, Republika Slovenija, Banka Slovenije, druge klirinške in depotne organizacije, drugi institucionalni investitorji, hrambene banke, gospodarske družbe ali druge pravne osebe, banke in borzno posredniške družbe s sedežem v tujini (Pravila poslovanja KDD, 1995).

Najpomembnejšo vlogo odigra KDD v primeru izdaje vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki¹². Vrednostni papirji so v Sloveniji že v pretežni večini v nematerializirani obliki, tako novo izdani kot tisti, ki so se morali po ZTVP preoblikovati v takšno obliko. ZTVP posveča tudi tej problematiki precej pozornosti. Pravice, ki izhajajo iz nematerializiranega vrednostnega papirja, se prenašajo s preknjižbami na računih, ki jih imajo odprte stranke in člani KDD.

2.4. BANKE

Kot pooblaščenice udeleženke trga vrednostnih papirjev v Sloveniji nastopajo tudi banke, ki so lahko lastnik le ene borzno posredniške družbe, njihov delež oziroma število celotnih delnic borzno posredniške družbe pa ne sme presegati 5-ih odstotkov. V primeru, da so banke organizirane v obliki bančne skupine, ZTVP-1 določa, da lahko borzno posredniške posle opravljajo le prek ene banke ali ene borzno posredniške družbe v skupini.

Za aktivno sodelovanje pri trgovanju na trgu vrednostnih papirjev morajo banke pridobiti pozitivno mnenje za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, ki ga izda ATVP potem, ko banke izpolnjujejo z zakoni in podzakonskimi akti določene organizacijske, kadrovske in tehnične pogoje. V skladu z Zakonom o bančništvu morajo pred začetkom opravljanja dejavnosti banke pridobiti dovoljenje za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji s strani Banke Slovenije.

Pogoji, ki jih mora banka izpolnjevati za opravljanje poslov, in akti, ki jih mora banka sprejeti za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji, so enaki tistim, ki jih morajo izpolnjevati borzno posredniške družbe. Poleg tega pa mora banka izpolnjevati še naslednje specifične pogoje (Pravilnik o pogojih, ki jih morajo izpolnjevati banke za pridobitev pozitivnega mnenja k opravljanju poslov z vrednostnimi papirji, 1995):

- poslovanje z vrednostnimi papirji mora organizirati tako, da je to poslovanje v celoti ločeno od ostalega poslovanja banke; to pomeni, da je to področje poslovanja organizirano v posebnem oddelku (enem ali več), ki opravlja samo posle z vrednostnimi papirji;
- kljub strogi ločenosti poslov z vrednostnimi papirji od ostalih dejavnosti lahko banka sprejema naročila investitorjev za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev tudi izven prostorov oddelka za poslovanje z vrednostnimi papirji, vendar na teh mestih ne sme opravljati investicijskega svetovanja, kar mora biti tudi vidno in jasno označeno;
- oddelek za poslovanje z vrednostnimi papirji mora voditi ločeno knjigovodstvo in mora biti prostorsko ločen od ostalih organizacijskih enot banke;

¹² Nematerializiran vrednostni papir je opredeljen kot izjava izdajatelja, vpisana v centralni register, s katero se zavezuje, da bo izpolnil obveznost, ki izhaja iz vrednostnega papirja, do osebe, ki je kot imetnik vrednostnega papirja vpisana v centralni register klirinško - depotne družbe.

- delavci, ki opravljajo delo v zvezi z vrednostnimi papirji, ne smejo hkrati opravljati nalog v drugih enotah banke, kjer bi lahko uporabljali informacije, ki jih pridobijo pri delu v oddelku za poslovanje z vrednostnimi papirji.

2.5. DRUŽBE ZA UPRAVLJANJE

Po ZISDU¹³ je družba za upravljanje opredeljena kot delniška družba ali družba z omejeno odgovornostjo, ki se ustanovi izključno za upravljanje investicijskih skladov, sedež pa mora imeti na ozemlju Republike Slovenije. Družbeniki oziroma delničarji družbe za upravljanje so lahko samo fizične osebe ali pravne osebe, ki so organizirane kot družba z omejeno odgovornostjo ali kot delniška družba.

V Sloveniji lahko družba za upravljanje upravlja investicijsko družbo in/ali vzajemni sklad. Nadzor nad poslovanjem družb za upravljanje in investicijskih skladov opravlja ATVP.

a) Družbe za upravljanje, ki upravljajo investicijske družbe

Investicijska družba je delniška družba, ki jo ustanovi samo ena družba za upravljanje. Med investicijsko družbo in družbo za upravljanje se sklene pogodba o upravljanju investicijske družbe, s katero se družba zaveže upravljati investicijsko družbo in pri tem v imenu in za račun investicijske družbe opravljati vse posle, povezane z upravljanjem finančnega premoženja investicijske družbe. Med investitorji in družbo za upravljanje ni neposrednega pravnega razmerja, saj je le-to med investicijsko družbo in investitorji urejeno s statutom investicijske družbe.

b) Družbe za upravljanje, ki upravljajo vzajemne sklade

Vzajemni sklad je premoženje, ki ga sestavljajo naložbe v vrednostne papirje, ki je bilo financirano z denarjem fizičnih ali pravnih oseb in je v njihovi lasti. Ni pravna oseba. Vzajemni sklad oblikuje družba za upravljanje s sprejetjem pravil upravljanja vzajemnega sklada ter s pridobitvijo dovoljenja ATVP za oblikovanje in upravljanje tega vzajemnega sklada. Poleg tega je obvezna tudi sklenitev pogodbe s KDD za upravljanje poslov hrambe vrednostnih papirjev in z banko za upravljanje poslov plačilnega prometa. Nato družba izda investicijske kupone ter investira v vrednostne papirje. Družba za upravljanje upravlja vzajemni sklad v svojem imenu in za račun imetnikov investicijskih kuponov. Med investitorji in družbo za upravljanje obstaja neposredno pravno razmerje.

¹³ Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje.

c) Pooblašcene družbe za upravljanje, ki upravljajo pooblašcene investicijske družbe

Poleg rednih investicijskih skladov (vzajemnih skladov in investicijskih družb) igrajo na slovenskem trgu vrednostnih papirjev pomembno vlogo tudi pooblašcene investicijske družbe (PID-i), ki so bili ustanovljene z namenom zbiranja lastniških certifikatov in nalaganja tako zbranih certifikatov v delnice, ki jih je prodajal Sklad Republike Slovenije za razvoj. Za upravljanje PID-ov so bile ustanovljene pooblašcene družbe za upravljanje, ki dobijo posebno dovoljenje za upravljanje takšne pooblašcene investicijske družbe. Posebnost teh družb za upravljanje je v tem, da njeni družbeniki oziroma delničarji ne smejo biti Republika Slovenija ali katerakoli pravna oseba, ki so z njo kapitalsko povezane.

3. BORZNO POSREDNIŠKE DRUŽBE KOT POOBLAŠČENE UDELEŽENKE TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

V Sloveniji lahko po ZTVP-1 storitve v zvezi z vrednostnimi papirji opravlja¹⁴:

- borzno posredniška družba;
- podružnica tuje borzno posredniške družbe;
- borzno posredniška družba države članice Evropske unije, ki opravlja posle z vrednostnimi papirji preko podružnice na območju Republike Slovenije oziroma je pooblašcana neposredno opravljati posle z vrednostnimi papirji v Republiki Sloveniji;
- banka.

Vse morajo imeti ustrezno dovoljenje ATVP, banka pa poleg tega še dovoljenje Banke Slovenije.

Pogoji za pridobitev teh dovoljenj so relativno visoko zastavljeni. Pri tem ne gre pozabiti dejstva, da izpolnitev teh pogojev posledično pomeni večje zaupanje ljudi in investitorjev v delovanje celotnega sistema trga kapitala v Sloveniji.

3.1. POGOJI ZA PRIDOBITEV DOVOLJENJA ZA OPRAVLJANJE STORITEV V ZVEZI Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Borzno posredniška družba mora pred vpisom ustanovitve v sodni register pridobiti dovoljenje ATVP za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Pri tem mora zadovoljiti zelo visoko zastavljene pogoje, ki se, odvisno od potreb, tudi zaostrejejo.

¹⁴ Kar se v nadaljevanju nanaša na borzno posredniške družbe, velja tudi za ostale tri, ki so naštetje.

Pogoji, ki jih mora borzno posredniška družba izpolnjevati za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev, so: formalni, kadrovski, tehnični, finančni in organizacijski.

a) Formalni pogoji

Zahtevi za izdajo dovoljenja za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji je potrebno priložiti (ZTVP-1, 1999):

- družbeno pogodbo oziroma statut družbe v obliki overjenega prepisa notarskega zapisa;
- opis storitev, ki jih bo opravljala družba, ter načrt poslovanja za dve leti;
- seznam družbenikov oziroma delničarjev, višine njihovih poslovnih deležev oziroma skupnega nominalnega zneska delnic in višine odstotkov udeležbe v osnovnem kapitalu družbe;
- za družbenike oziroma delničarje, ki so imetniki najmanj 10% delnic in so domače pravne osebe, izpisek iz sodnega registra; če je družbenik delniška družba, pa tudi izpisek delničarjev iz knjige delničarjev oziroma če so bile izdane prinosniške delnice, overjen prepis notarskega zapisa prisotnih na zadnji skupščini, ki mora biti v primeru tujih pravnih oseb preveden;
- podatke o naložbah z borzno posredniško družbo povezanih oseb v drugi borzno posredniški družbi;
- dokumentacijo, ki jo določi ATVP, na podlagi katere je mogoče ugotoviti, ali je družba kadrovska, tehnično in organizacijsko sposobna opravljati storitev, na katere se nanaša zahteva za izdajo dovoljenja.

Na osnovi teh dokumentov se ATVP odloči, ali izda ali ne izda dovoljenja za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji. Sistem izdajanja dovoljenj, po katerem se ravna, se imenuje stopničasti sistem, kar pomeni, da podeljuje dovoljenja za dejavnosti posredovanja z vrednostnimi papirji (»brokerage«) kot za najenostavnejšo dejavnost, do prevzemanja oziroma odkupa celotnih izdaj vrednostnih papirjev (»underwriting«) kot za najzahtevnejšo dejavnost. Dovoljenje lahko izda samo za eno ali za več dejavnosti skupaj, odvisno od zahteve in izpolnjevanja pogojev.

b) Kadrovski pogoji

Najmanj polovica članov uprave oziroma poslovodstva borzno posredniške družbe mora imeti opravljen splošni del strokovnega izpita za borznega posrednika, najmanj visoko strokovno izobrazbo in imeti mora najmanj tri leta delovnih izkušenj (Pravilnik o pogojih za opravljanje poslov borzno posredniških družb, 1995).

Borzno posredniška družba mora imeti pooblaščenca za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji najmanj dva borzna posrednika, ki morata imeti opravljen strokovni izpit za borznega posrednika za vsakega izmed poslov, za katerega je borzno posredniška

družba vložila zahtevo za izdajo dovoljenja, najmanj visoko strokovno izobrazbo in najmanj dve leti delovnih izkušenj.

Borzni posrednik, ki je pri borzno posredniški družbi pooblaščen za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji, ne sme biti istočasno pooblaščen za opravljanje poslov z vrednostnimi papirji pri drugem pooblaščenem udeležencu trga vrednostnih papirjev.

c) Tehnični pogoji

Za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji mora borzno posredniška družba predložiti ustrezna dokazila, da izpolnjuje minimalne zahtevane tehnične pogoje, ki so potrebni za posredovanje z vrednostnimi papirji na borzi ali izven nje.

d) Finančni pogoji

Osnovni kapital borzno posredniške družbe mora znašati najmanj 150 milijonov SIT. V primeru, da borzno posredniška družba ne opravlja storitev izvedbe prvih prodaj z obveznostjo odkupa in dejavnosti trgovanja z vrednostnimi papirji, je najnižji znesek osnovnega kapitala 25 milijonov SIT.

Če je borzno posredniška družba organizirana kot delniška družba, so njene delnice lahko le imenske in izdane v nematerializirani obliki, vplačane so lahko samo v denarju, poleg tega pa morajo biti v celoti vplačane pred vpisom ustanovitve oziroma povečanja osnovnega kapitala v sodni register.

Zaradi zgoraj navedenih pogojev mora borzno posredniška družba k zahtevi za izdajo dovoljenja priložiti še dokazilo o vpisanem in vplačanem osnovnem kapitalu ob njeni ustanovitvi in načrt povečevanja osnovnega kapitala za naslednji dve leti.

e) Organizacijski pogoji

Za zagotovitev organizacijskih pogojev mora borzno posredniška družba sprejeti akt o varovanju poslovnih skrivnosti ter o načinu in dopustnosti pretoka informacij znotraj in izven borzno posredniške družbe, akt o vodenju knjige naročil in splošne pogoje poslovanja borzno posredniške družbe (Pravilnik o pogojih za opravljanje poslov borzno posredniških družb, 1995).

3.2. DEJAVNOSTI BORZNO POSREDNIŠKIH DRUŽB

Storitve v zvezi z vrednostnimi papirji, ki jih lahko opravljajo borzno posredniške družbe, so po ZTVP-1 naslednje:

1. borzno posredovanje;
2. gospodarjenje z vrednostnimi papirji;
3. posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa, izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa in storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje);
4. pomožne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji (investicijsko svetovanje, vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev, hramba vrednostnih papirjev in storitve v zvezi s prevzemi).

Poleg naštetih borzno posredniške družbe opravljajo še druge storitve, kot so trgovanje za hišni račun borzno posredniške družbe, on – line borzno posredništvo, analize trga, podjetij in vrednostnih papirjev ter storitve na trgu kapitala za podjetja s področja podjetniških financ.

3.2.1. BORZNO POSREDOVANJE

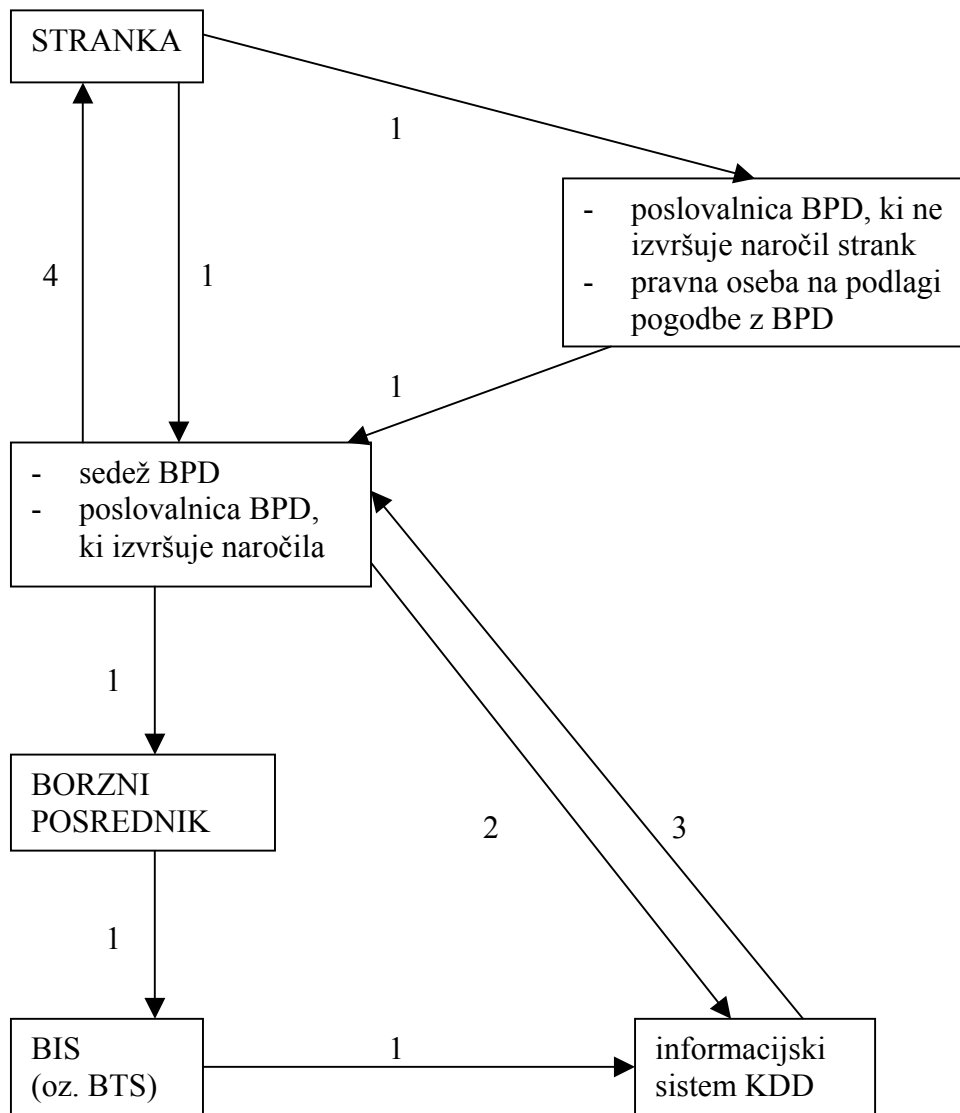
Borzno posredovanje je nakup ali prodaja vrednostnih papirjev po nalogu in za račun stranke.

Pred sprejemom prvega naročila za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev posamezne stranke morata borzno posredniška družba in stranka v pisni obliki skleniti Splošno pogodbo o borznem posredovanju¹⁵, ki določa obveznosti in pravice pogodbenih strank. Višina provizije je odvisna od vrste vrednostnega papirja, vrednosti naročila in poslovnega odnosa s stranko (stalne stranke imajo ponavadi nižje provizije).

Borzni posrednik prejme naročilo za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev in ga poskuša izvršiti na borzi vrednostnih papirjev. Ko je posel sklenjen, borzno posredniška družba zaračuna provizijo. Medsebojne obveznosti med prodajalci, kupci in borznimi posredniki poravnava KDD. Iz tega sledi, da je proces borznega posredovanja sestavljen iz naročila, izvedbe in poravnave (slika 3).

¹⁵ Opredeljena je kot pogodba, s katero se borzno posredniška družba obveže izvrševati nakupe in prodaje vrednostnih papirjev po nalogih in za račun stranke, stranka pa se zaveže za opravljanje teh storitev plačevati provizijo (ZTVP-1, 1999).

Slika 3: Poenostavljen prikaz postopka izvrševanja nakupnega naročila stranke vključno z njegovim sprejemom



Legenda:

- 1 – smer naročila stranke
- 2 – smer izpolnitve denarnih obveznosti posla, sklenjenega na račun stranke
- 3 – smer prenosa vrednostnih papirjev na račun stranke pri BPD
- 4 – smer potrdila o prejemu naročila in obračuna o opravljenem poslu

Vir: Interno gradivo bivše Dolenjske borzno posredniške družbe, d.o.o.

Naročilo

Naročila glede na način določitve tečaja delimo na dva osnovna tipa:

1. **tržno naročilo**, kadar stranka oziroma naročnik ne postavlja omejitev naročila;
2. **omejeno naročilo**, kadar stranka določi najvišji še sprejemljiv tečaj (v primeru nakupa) oziroma najnižji tečaj (v primeru prodaje).

Borzni posredniki lahko vnašajo v BTS še naslednje vrste naročil (Pravila borze, 2000):

1. naročila brez dodatnih ali posebnih pogojev

To so naročila, pri katerih je poleg obveznih sestavin¹⁶ naročila pri vnosu v BIS dovoljen le vnos tečaja.

2. naročila z dodatnimi pogoji načina prikaza in izvršitve:

- *naročilo z razponom* – omogoča z enkratnim vnosom nakup ali prodajo vrednostnega papirja po različnih tečajih do navedene omejitve;
- *naročilo z razponom in odstranitvijo neizvršene količine* – omogoča z enkratnim vnosom nakup ali prodajo vrednostnega papirja po različnih tečajih do navedene omejitve, pri čemer se neizvršena količina naročila odstrani iz sistema BIS;
- *naročilo s skrito količino* – pri tem na trgu ni prikazana celotna količina naročila vrednostnih papirjev. Prikazana je le vidna količina naročila, preostanek celotne količine pa je shranjen v skriti količini naročila.

3. naročila z dodatnimi pogoji časa izvršitve:

- *dnevno naročilo* – velja samo isti dan, kot je bilo vnešeno;
- *odprto naročilo* – velja do izvršitve na trgu oziroma do odstranitve s strani člana borze, ki ga je vnesel. Velja največ 180 koledarskih dni od dne vnosa naročila, njegove spremembe ali potrditve;
- *naročilo do vključno določenega datuma* – velja od trenutka vnosa do izvršitve na trgu oziroma do vključno določenega datuma.

4. naročila s posebnimi pogoji izvršitve:

- *»vse ali nič« naročilo* – se izvrši samo, če se izvrši celotna količina naročila;
- *naročilo z minimalno količino prvega sklenjenega posla* – prvi posel se sklene s količino, ki je enaka ali večja od minimalne količine, ki jo določi član borze, preostali del naročila pa se spremeni v omejeno naročilo;
- *naročilo z minimalno količino vseh sklenjenih poslov* – pri tem se posli sklenejo samo s količino, ki je enaka ali večja od minimalne količine, ki jo določi član borze. V kolikor je preostali del naročila manjši od minimalne količine naročila, se naročilo spremeni tako, da je minimalna količina enaka preostali količini naročila.

5. naročila s preudarkom

To je posebna vrsta naročila, pri katerem naročnik ne določi tečaja za nakup ali prodajo vrednostnega papirja. V BIS ga vnese borzni posrednik po svoji presoji. Če naročilo ni

¹⁶ Pri vnosu naročila v BTS so obvezne naslednje sestavine: oznaka člana borze, oznaka vrednostnega papirja, količina vrednostnega papirja za nakup in/ali prodajo, vrsta in oznaka računa (Pravila borze, 2000).

izvršeno v istem trgovalnem dnevu, preneha veljati in borzni posrednik ga odstrani iz BIS. Naročila teh vrst izvrši član borze takrat, kadar s skrbnostjo dobrega strokovnjaka oceni, da je glede na trenutne razmere na trgu izvršitev naročila najugodnejša za interese stranke.

6. naročila za skupni račun

To je naročilo, v katerega član borze združi več sočasno sprejetih naročil strank za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev z enakimi pogoji izvršitve, vendar ne za svoj račun oziroma za račun zaposlenega pri njem. Če je sklenjen tak posel ali več, se morajo pravice in obveznosti iz poslov prenesti na stranke po dveh pravilih:

- če so se posli sklenili za enako ceno, količina vrednostnih papirjev pa ne zadošča za izvršitev celotnih naročil strank, se naročila izvršijo po vrstnem redu prejema naročil;
- če so se posli sklenili po različnih cenah, se za najugodnejšo ceno v celoti izvrši naročilo stranke, ki je najprej dala naročilo.

Borzni posrednik vpiše sprejeto naročilo v evidenco naročil in poslov z vrednostnimi papirji, ki se imenuje knjiga naročil. V njej mora vsako prejeto naročilo, spremembo ali preklic vpisati v časovnem vrstnem redu glede na prejem, kar se tudi ustrezno označi. Namen vodenja knjige naročil je prednostna pravica nakupa ali prodaje, poštenost poslovanja ter zaščita tako kupcev kot prodajalcev. Pravilnost vnosa podatkov in vodenja knjige nadzorujeta Ljubljanska borza vrednostnih papirjev in ATVP. Knjiga naročil predstavlja tudi podlago, da borzni posrednik še isti dan pripravi potrdilo o prejemu naročila, ki se najkasneje naslednji delovni dan pošlje stranki.

Pri sprejemu naročila za nakup vrednostnih papirjev mora komitent zagotoviti, da bo poravnal svojo obveznost iz zanj izvršenega nakupa (gotovinski predujem, obstoječa hramba vrednostnih papirjev za komitenta), pri sprejemu naročila za prodajo vrednostnih papirjev pa mora ustrezati stanje vrednostnih papirjev na komitentovem registrskem računu ali trgovalnem računu vrednostnih papirjev pri članu KDD.

Izvedba

Naročilo se izvrši po vrstnem redu prejetih naročil in tako, kot se glasi, saj mora borzni posrednik pri izvrševanju naročila ravnati s skrbnostjo dobrega strokovnjaka.

Celoten postopek trgovanja prek BIS je mogoče razdeliti na štiri dele (Mramor, 2000, str. 181):

- **BIS pred odprtjem trga (do 9.30):** možen je vnos vseh naročil. Naročila morajo biti v okviru dovoljenih nihanj tečajev.
- **Odpiranje trga (9.30):** Če je tečaj ponudbe višji od tečaja povpraševanja, se posli ob odprtju ne sklenejo, vsa naročila se prenesejo na odprti trg. Če se ponudba in povpraševanje ujemata, se naročila avtomatsko izvršijo, preostanek neizvršenih naročil pa se prenese na odprti trg tako, da se ohrani vrstni red vnosov naročil.

- **Odprti trg (9.30 – 13.00):** BIS med borznim dnevom avtomatsko sklene posle, pri katerih se ujemata tečaja ponudbe in povpraševanja.
- **Čas po zaprtju trga (po 13.00):** je borznim posrednikom na voljo za pregledovanje, urejanje in preverjanje sklenjenih poslov, informacij o trgovanju in vrednostnih papirjih, ki kotirajo na borzi, ter informacij o poravnavi sklenjenih poslov.

Sistem BIS po pogojih aktivnih naročil¹⁷ in ob upoštevanju vrstnega reda vnosa naročil avtomatično sklene borzni posel. Na koncu trgovanja določenega dne se oblikuje uradni enotni tečaj, ki je opredeljen kot tehtana aritmetična sredina vseh tečajev, doseženih s posameznim vrednostnim papirjem na BIS. Utež pri izračunavanju je promet posameznega vrednostnega papirja pri določenem tečaju. Enotni tečaj se oblikuje že med trgovanjem zadevnega dne. Pri izračunavanju tečajev se ne upoštevajo aplikacijski posli¹⁸ in prijavljeni posli s svežnji vrednostnih papirjev¹⁹.

Poravnava

Izpolnitev sklenjenih poslov se opravi v dveh delovnih dneh prek KDD. Ta na osnovi obvestila borze o sklenjenem poslu, ki ga prejme preko računalniške povezave s sistemom BIS, opravi izračun, poravnavo in zagotavlja izpolnitev obveznosti iz posla z vrednostnimi papirji, sklenjenega na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

Člani borze, ki nastopajo kot kupci in prodajalci, morajo na podlagi komisijskega razmerja s svojimi strankami tako prejete koristi (kupnino oziroma vrednostne papirje) iz posla nemudoma prenesti na svoje stranke.

3.2.2. GOSPODARJENJE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI²⁰

Gospodarjenje z vrednostnimi papirji po nalogu in za račun posamezne stranke pomeni, da se borzno posredniška družba zaveže, da bo v skladu z naložbeno politiko, določeno v pogodbi, za račun stranke nalagala denarna sredstva stranke v vrednostne papirje z namenom razpršitve tveganja, stranka pa v ta namen plača provizijo. Pogodba o gospodarjenju mora podrobno določati znesek denarnih sredstev, ki ga stranka izroča v

¹⁷ Aktivno naročilo je naročilo, katerega izvrševanje je v skladu s cenovnimi omejitvami oziroma na presega 10% odstopanja od zadnjega uradnega enotnega tečaja predhodnega trgovalnega dne (Pravila borze, 2000).

¹⁸ Aplikacija je borzni posel, pri katerem borzni posrednik poveže dve svoji stranki, ki imata naročilo za nakup oziroma prodajo enake količine istega vrednostnega papirja po enakem tečaju, in za stranki posle tudi sklene. Na ta način sklenjen posle borzni posrednik borzi le prijavi.

¹⁹ Sveženj vrednostnih papirjev je tista količina, pri kateri zmnožek tečaja delnice in števila lotov oziroma zmnožek tečaja obveznice, vrednosti glavnice enega lota obveznice ter števila lotov znaša vsaj 30 milijonov SIT.

²⁰ Izraz gospodarjenje z vrednostnimi papirji se v praksi vse pogosteje nadomešča z izrazom upravljanje premoženja.

gospodarjenje na podlagi pogodbe, naložbeno politiko ter višino provizije in način izračuna osnove oziroma osnov za provizijo (ZTVP-1, 1999).

Minimalni vložki, ki jih zahtevajo borzno posredniške družbe, se razlikujejo med posameznimi udeleženkami trga vrednostnih papirjev. Tako v eni od borzno posredniških družb zahtevani vložki znašajo za pravne osebe 10 milijonov SIT, za samostojne podjetnike 5 milijonov SIT in za fizične osebe 4 milijone SIT. Stranke lahko vplačajo premoženje v gotovini ali v tržnih (prometnih in likvidnih) vrednostnih papirjih.

Pogodbeni stranki pri naložbeni politiki določita vrste vrednostnih papirjev, lastnosti izdajateljev, največji dopustni delež naložb v vrednostne papirje posameznega izdajatelja in druge okoliščine, ki so pomembne za določitev stopnje tveganosti naložb (ZTVP-1, 1999).

Osnovni tipi portfeljev²¹, ki jih nudijo upravljalci premoženja, so:

- *konzervativni portfelj*, za katerega je značilna nizka tveganost (najmanj 75% premoženja je naloženega v obveznice);
- *srednje tvegani portfelj*, ki vsebuje vsaj 50% naložb v obveznice;
- *visoko tvegani portfelj*, ki pomeni 100% naložbo v delnice in s tem praviloma višji donos.

Borzno posredniška družba sme denarna sredstva, ki jih ima v gospodarjenju, investirati samo v tržne vrednostne papirje. Izjemoma, v dogovoru s stranko, jih lahko nalaga tudi v netržne vrednostne papirje in bančne depozite.

Stranka plačuje provizijo na dva načina:

- sprotno plačevanje provizije, ki se jo stranki zaračuna ob vsakem posameznem sklenjenem poslu oziroma transakciji;
- delitev dobička, ki ga ustvari borzno posredniška družba z gospodarjenjem z vrednostnimi papirji za stranko; realiziran dobiček se ponavadi deli v razmerju 80:20 v korist stranke.

S stališča stranke je zaupanje gospodarjenja z vrednostnimi papirji v roke borzno posredniških družb podobno kot vlaganje v investicijske sklade. Prednost tega načina je v tem, da ima stranka možnost, da sama določi želeno donosnost. S tem so borzno posredniške družbe omejene in v skladu s tem tudi kupujejo in prodajajo vrednostne papirje. Za stranke, ki se odločijo za takšno investiranje, pomeni tudi nekoliko večje tveganje ter relativno visok zahtevan znesek začetnega kapitala.

²¹ Portfelj ali premoženje je finančno premoženje predvsem v različnih vrednostnih papirjih, ki jih ima v določenem trenutku v posesti nek posameznik ali podjetje.

3.2.3. POSEBNE STORITVE

1. Izvedba prvih prodaj brez obveznosti odkupa

Pomeni opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja vrednostnih papirjev, potrebnih za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev brez obveznosti odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem;

2. Izvedba prvih prodaj z obveznostjo odkupa

Pomeni opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja vrednostnih papirjev, potrebnih za uspešno prvo prodajo vrednostnih papirjev z obveznostjo odkupiti vrednostne papirje, ki v postopku prve prodaje ne bi bili prodani investitorjem;

3. Storitve v zvezi z uvedbo vrednostnih papirjev v javno trgovanje

Zajemajo opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun izdajatelja ali imetnika vrednostnih papirjev, potrebnih za uvrstitev vrednostnih papirjev na organiziran trg.

Gre za dejavnost investicijskega bančništva, ki obsega organiziranje, pripravo in izvedbo odkupa novo izdanih vrednostnih papirjev oziroma odkup novo izdanih vrednostnih papirjev z namenom njihove nadaljnje prodaje javnosti. Pri tem je zelo pomembna priprava podrobne analize finančne situacije v gospodarski družbi, na podlagi katere se lahko svetuje glede razmerja dolžniškega deleža v pasivi v primerjavi z lastniškim deležem. Pri tem se tudi predlaga najboljša rešitev izdaje vrednostnih papirjev z namenom pridobitve svežega kapitala. Nato se opravi tržna analiza interesa investitorjev za novo izdane vrednostne papirje in se pripravi dokumentacija, ki jo obravnava ATVP, ki poda soglasje k javni prodaji vrednostnih papirjev (Polanič, 2000, str. 13).

3.2.4. POMOŽNE STORITVE

1. Investicijsko svetovanje

Investicijsko svetovanje pomeni storitev svetovanja v zvezi z nakupom oziroma prodajo vrednostnih papirjev. Investicijski svetovalec v sodelovanju z borznim analitikom spremlja širše dogajanje na finančnem trgu, ob upoštevanju strankinih potreb svetuje stranki naložbeno politiko, investicijska odločitev in tveganje naložbe pa sta v rokah stranke.

2. Vodenje računov nematerializiranih vrednostnih papirjev

Borzno posredniška družba pri KDD stranki odpre račun nematerializiranih vrednostnih papirjev in na tem računu v imenu in za račun stranke pri KDD vodi stanja vrednostnih papirjev ter vnaša naloge stranke za prenos vrednostnih papirjev s tega na drug račun, stranka pa za opravljene storitve plača provizijo.

Pri vodenju računov nematerializiranih vrednostnih papirjev se mora borzno posredniška družba ravnati po navodilih KDD in v skladu z Zakonom o nematerializiranih vrednostnih papirjev. Tako mora ločeno voditi račun stranke ter v primeru gospodarjenja z vrednostnimi papirji iste stranke še račun gospodarjenja. Borzno posredniška družba sme prenašati vrednostne papirje stranke z registrskega računa ali računa pri drugi borzno posredniški družbi na račun svoje stranke samo s pisnim nalogo za prenos med računi istega imetnika. Ravno tako ne sme opravljati kakršnihkoli drugih prenosov brez ustreznega pisnega naloga stranke.

Borzno posredniška družba mora stranki vsaj enkrat letno izstaviti izpisek stanja in letnega prometa na računu nematerializiranih vrednostnih papirjev.

3. Hramba vrednostnih papirjev

Storitve hrambe vrednostnih papirjev sme opravljati borzno posredniška družba samo v primeru, da ima pridobljeno ustrezno dovoljenje ATVP. Hrani lahko samo vrednostne papirje, izdane kot pisne listine, ki niso v zbirni hrambi pri KDD (z njimi se ne trguje na organiziranem trgu).

Borzno posredniška družba mora voditi knjigo pologov in dvigov, v katero vpisuje vse pologe in dvige vrednostnih papirjev po datumskem zaporedju, pri tem pa mora stranki obvezno izstaviti potrdilo o pologu oziroma dvigu. V to knjigo vpisuje tudi vrednostne papirje, katerih lastnik je borzno posredniška družba sama.

4. Storitve v zvezi s prevzemi

Storitve v zvezi s prevzemi zajemajo opravljanje vseh ali nekaterih poslov in dejanj za račun tretje osebe, potrebnih za izvedbo združitve oziroma prevzema delniške družbe (ZTVP-1, 1999). Po Zakonu o prevzemih mora ponudbo za odkup v imenu in za račun ponudnika dati banka ali borzno posredniška družba.

Ponudnik mora za izvedbo ponudbe za odkup z borzno posredniško družbo skleniti pogodbo, katere predmet so storitve v zvezi z odkupom. Na podlagi pogodbe te borzno posredniška družba v imenu in za račun ponudnika opravi naslednje storitve (Kocbek, 1997, str. 87):

1. priprava ponudbe za odkup in njena objava;
2. priprava prospekta in njegova objava;
3. vložitev zahteve za izdajo dovoljenja za ponudbo za odkup;
4. sprejemanje pisnih izjav imetnikov o sprejemu ponudbe za odkup;
5. ugotavljanje in objava izida ponudbe za odkup.

Borzno posredniška družba mora storitve opravljati s profesionalno skrbnostjo dobre borzno posredniške družbe in v vsem paziti na interese ponudnika. Pri tem mora skrbno preučiti ekonomsko in finančno stanje ciljne družbe in stanje na trgu vrednostnih papirjev ter na podlagi analize ponudniku svetovati, kakšno ponudbo za odkup naj oblikuje. Med ponudbo mora spremljati njen učinek in če ugotovi, da ni zanimiva za zadostno število imetnikov, ponudniku svetovati, naj jo ustrezno spremeni.

3.2.5. DRUGE STORITVE

1. Trgovanje za hišni račun borzno posredniške družbe

Pri teh poslih gre za nakupe in prodaje vrednostnih papirjev za svoj račun (račun borzno posredniške družbe) z namenom pridobivanja dobička. Trgovanje za hišni račun pomeni za borzno posredniško družbo pomemben vir dohodka.

Borzno posredniška družba mora vse vrednostne papirje, katerih imetnik je, voditi na posebnem računu (hišni račun) pri KDD. Borzno posredniška družba nanj ne sme prenesti vrednostnih papirjev, katerih imetniki so stranke oziroma ki jih je pridobila za račun stranke. Poleg tega ne sme voditi vrednostnih papirjev, katerih imetnik je, na računu strank pri sebi ali pri drugi borzno posredniški družbi (ZTVP-1, 1999).

ATVP opravlja nadzor tudi nad vrednostnimi papirji, ki so v lasti borzno posredniških družb, zato so le-te obvezane vsak mesec poročati o svojih naložbah v vrednostne papirje.

2. On – line borzno posredništvo

On – line borzno posredništvo omogoča uporabnikom sistem spremljanja trgovanja na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev brez časovnih zamikov preko spletne strani posamezne borzno posredniške družbe. Stranke, ki z njimi podpišejo pogodbo, spremljajo podatke o tekočem trgovanju z vrednostnimi papirji iz borzne kotacije in prostega trga. Poleg tečajev in vrednosti posameznih poslov z vrednostnimi papirji so dostopne tudi druge zanimive informacije. Tako jim je na voljo tudi vpogled v lasten portfelj vrednostnih papirjev na poljubni datum. Sestavni del on – line borznega posredništva predstavlja tudi oddajanje naročil preko interneta in pregled statusa teh naročil.

3. Analiza trga, podjetij in vrednostnih papirjev

Te storitve se čedalje bolj razvijajo, zato se jih že ločuje od storitev investicijskega svetovanja. Analiza poteka na dva načina:

- *Tehnična analiza*

Ukvarja se z napovedovanjem bodočih gibanj tečajev vrednostnih papirjev predvsem na podlagi preučevanja grafičnih prikazov dosedanjih gibanj. Predpostavka je, da se tečaji delnic razvijajo v okviru dolgoročnega trenda, ki pa ga prekinjajo srednje- in kratkoročna nasprotna gibanja.

- *Temeljna analiza*

Ukvarja se z ugotavljanjem podatkov v zvezi s poslovanjem določenega podjetja, kot so promet, dobiček, likvidnost, sposobnost financiranja. Na podlagi teh podatkov se oblikujejo različni pokazatelji, kot je razmerje T/D^{22} . Rezultati, ki izhajajo iz računovodskih izkazov, se primerjajo v večletnem obdobju, na podlagi tega pa se oblikujejo pričakovanja za prihodnost. Glavni namen temeljne analize je ugotoviti, ali je določen vrednostni papir v določenem trenutku precenjen ali podcenjen.

4. Storitve na trgu kapitala za podjetja s področja podjetniških financ

Med te storitve štejemo celovito analizo poslovanja podjetja, oceno investicijskih projektov, oceno ekonomske upravičenosti različnih poslovnih odločitev in analizo njihovih vplivov na prihodnje poslovanje, rezultate in vrednost podjetja ter optimizacija strukture virov financiranja in sredstev z namenom doseganja maksimalne vrednosti lastniškega kapitala oziroma podjetja.

3.2.6. IZVAJANJE STORITEV V PRAKSI

Borzno posredniške družbe v Sloveniji opravljajo ali pa so zanje vsaj registrirane vse našteje storitve v zvezi z vrednostnimi papirji. Največ jih opravlja borzno posredovanje, gospodarjenje z vrednostnimi papirji, investicijsko svetovanje, vodenje računov, storitve v zvezi s prevzemi, med drugimi storitvami pa so najpogostejše trgovanje za hišni račun in analize trga, podjetij in vrednostnih papirjev.

Manj pogosto je opravljanje posebnih storitev in on – line borzno posredništvo. Razloge za manjšo razširjenost pri prvih gre iskati v tem, da se podjetja, ki želijo izdati nove vrednostne papirje, raje obračajo na večje, bolj znane in ugledne borzno posredniške družbe, ki imajo s tem več izkušenj. On – line borzno posredništvo pa je ena od novejših storitev, ki se bo v prihodnosti zagotovo razvijala in povečala krog uporabnikov. Storitve hrambe vrednostnih

²² Razmerje T/D izraža, za kolikokrat je trenutni tržni tečaj večji od čistega dobička na delnico.

papirjev opravljajo zelo redke borzno posredniške družbe, saj se novi vrednostni papirji izdajajo samo v nematerializirani obliki.

V prihodnje je pričakovati bolj kvalitetno izvajanje vseh storitev, saj je konkurenca med borzno posredniškimi družbami velika. Zaradi poostrenih razmer na trgu vrednostnih papirjev in procesa globalizacije se je v zadnjih petih letih število borzno posredniških družb zmanjšalo z 42 na 29. Glavni razlog za to je povečan trend združevanja oziroma pripojitve manjših oziroma lokalnih borzno posredniških družb k večjim in opaznejšim v slovenskem prostoru. Nazadnje se je pripojila Dolenjska borzno posredniška družba d.o.o. iz Novega mesta k Potezi d.d., Ljubljana, borzno posredniška družba eBrokers d.d. iz Ljubljane pa je prodala svoje stranke Celjski borzno posredniški družbi d.o.o. Glavni namen združitve je zmanjševanje stroškov in bolj kvalitetno opravljanje več vrst storitev. To je nujno potrebno, še posebej sedaj, ko se slovenski trg vrednostnih papirjev odpira za tujce.

3.3. BORZNI POSREDNIKI

Borzni posrednik je fizična oseba, ki ima veljavno dovoljenje ATVP za opravljanje poslov borznega posrednika, med katere spadajo storitve izvrševanja nalogov strank, gospodarjenja z vrednostnimi papirji in svetovanja strankam v zvezi z nakupom oziroma prodajo vrednostnih papirjev (ZTVP-1, 1999). Za opravljanje borznih poslov so pooblaščen samo zapriseženi²³ borzni posredniki.

3.3.1. DOVOLJENJE ZA OPRAVLJANJE POSLOV BORZNEGA POSREDNIKA

Za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov borznega posrednika mora kandidat izpolnjevati naslednje pogoje:

- najmanj enoletne delovne izkušnje s področja poslovanja z vrednostnimi papirji;
- uspešno opravljen strokovni izpit za borznega posrednika;
- nekaznovanost - kandidat ne sme biti pravnomočno nepogojno obsojen za kaznivo dejanje zoper premoženje ali gospodarstvo na kazen zapora več kot tri mesece, ki še ni izbrisana.

Zakonsko je določeno, da mora borzni posrednik pri opravljanju poslov ravnati s strokovno skrbnostjo dobrega borznega posrednika in v vsem paziti na interese stranke ter pri tem ne

²³ Borzni posredniki ob sprejemu v poslovanje na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev podpišejo zapislogo, da bodo spoštovali Pravila in Navodila borze ter njenih organov. S tem se izrecno podredijo prej omenjenim aktom in se z njimi izrecno strinjajo.

sme spodbujati ali kako drugače priporočati nakupa ali prodaje vrednostnih papirjev zgolj z namenom pridobitve provizije.

Strokovni izpit za borznega posrednika obsega splošni in strokovni del. Splošni del zajema znanje s področja veljavne zakonodaje s področij gospodarskega, statusnega in obligacijskega prava ter prava vrednostnih papirjev. Posebni del pa je sestavljen iz poznavanja tehnike trgovanja z vrednostnimi papirji oziroma poznavanje vsebine poslov, za katere kandidira. Prijaviti se mora za opravljanje posebnega dela strokovnega izpita za vsakega izmed poslov, katere borzni posrednik lahko opravlja. Kandidat, ki uspešno opravi strokovni izpit, prejme izkaznico borznega posrednika, v kateri so navedeni posli, ki jih lahko opravlja. Izkaznica velja kot dovoljenje za opravljanje poslov, ki ga je potrebno vsako leto znova podaljševati. Borzni posredniki, ki opravljajo storitve z vrednostnimi papirji na borzi, so lahko pooblaščen za zastopanje samo enega člana borze.

Borzniemu posredniku lahko ATVP odvzame dovoljenje za opravljanje poslov v naslednjih primerih:

- navajanje neresničnih podatkov pri izpolnjevanju pogojev za pridobitev dovoljenja za opravljanje poslov;
- pravnomočna nepogojna obsodba za kaznivo dejanje zoper premoženje ali gospodarstvo;
- kršitev dolžnosti varovanja zaupnih podatkov;
- kršitev prepovedi manipulacije;
- kršitev prepovedi uporabe notranjih informacij;
- kršitev, zaradi katere je stranki borzno posredniške družbe ali tretji osebi nastala škoda.

3.3.2. DOLŽNOSTI IN PRAVICE BORZNIH POSREDNIKOV

S pridobitvijo dovoljenja za opravljanje poslov borznega posrednika oziroma pooblastila borznega člana, da zanj opravlja posle, in podpisano zaprisego borzni posrednik prevzame tudi določene dolžnosti in pravice.

Dolžnosti borzних posrednikov so (Pravila borze, 2000):

- vestno posredovanje v dobro strank s tem, da ne ravnajo tako, da bi zbudili dvom v nepristranskost, omajali zaupanje v njihovo delo ali v pravilnost listin, ki jih izdajajo;
- varovanje zaupnih podatkov, nalogov, razgovorov in sklepov o poslih;
- vodenje evidenc naročil in sklenjenih poslov;
- na zahtevo strank izstavljanje izpisov iz evidence naročil, ki so povezani s posli strank;
- hranjenje z borznim poslovanjem povezane dokumentacije;
- vestno izvajanje Pravil in Navodil borze;
- skrb za ugled borze, tudi pri poslovanju na borzi;

- nepooblaščenim osebam preprečevanje dostopa in uporabe BTS;
- opozarjanje organov borze o tehničnih napakah oziroma pomanjkljivostih v zvezi z BTS.

Borzni posredniki pa imajo pravico do (Pravila borze, 2000):

- uporabe BTS in preko le-tega sklepanje borznih poslov za člana borze;
- udeležbe organiziranih oblik izobraževanja in usposabljanja, ki jih organizira borza;
- podatkov in obvestil, ki jih izdaja borza vsem borznim posrednikom;
- dajanja predlogov, pobud in pripomb na poslovanje borze.

Pri svojem delu se morajo borzni posredniki držati tudi temeljnih načel poklicne etike, ki določajo njihovo ravnanje (Kodeks poklicne etike borznih posrednikov, 1998):

- varovanje ugleda panoge;
- skrb za napredek panoge;
- skrbnost dobrega strokovnjaka;
- enako obravnavanje vseh strank;
- varovanje pravic in interesov stranke;
- obveščanje strank;
- zaupnost razmerja.

3.3.3. KAKO IZBRATI DOBREGA BORZNEGA POSREDNIKA

Izbira primerne borznega posrednika pomembno vpliva na uspešnost investiranja v vrednostne papirje. Kakovosten borzni posrednik bo prisluhnil strankinim željam in sposobnostim tako, da bo sestavil takšen program varčevanja, ki ji bo najbolj ustrezal. Poleg tega lahko stranki tudi posreduje marsikatero koristno informacijo, poseben pomen pa ima v času večjih sprememb tečajev delnic na trgu.

Obstajata dve ključni merili pri izbiri borznega posrednika. To sta obseg in stroški njegovih storitev, ki imata za različne tipe investitorjev različen pomen. Vlagatelji, ki razmeroma dobro poznajo finančne naložbe in z vrednostnimi papirji trgujejo pogosto, borznega posrednika oziroma borzno posredniško družbo izberejo predvsem na osnovi stroškov (zlasti provizije, ki jo zaračuna za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev). Za dolgoročne vlagatelje z razmeroma malo znanja pa je smiselno, da borznega posrednika izberejo predvsem glede na obseg in kakovost storitev, ki jih ponuja. Poleg tega pa precejšnjo vlogo zavzema tudi zaupanje kot temelj dobrega sodelovanja med investitorjem in borznim posrednikom.

Značilnosti dobrega in kakovostnega borznega posrednika morajo biti (Kleindienst, 2001, str. 364-368):

- stranki nameni ustrezen čas in pozornost;
- stranko povpraša po osebnih finančnih razmerah in ciljih ter izkušnjah pri vlaganju v vrednostne papirje;
- njegova filozofija vlaganja mora biti v skladu s strankinimi osebnimi finančnimi cilji;
- postreči mora vsaj z osnovnimi informacijami, podatki in analizami vrednostnih papirjev in tržnih dogajanj, ki jih stranka želi;
- ima ustrezno izobrazbo, znanje in izkušnje;
- stranko seznanja s tveganji pri vlaganju v vrednostne papirje.

Izbira borznega posrednika je odvisna od preferenc in finančnih zmožnosti posameznika. V posameznih borzno posredniških družbah in bankah v Sloveniji deluje od 3 do 7²⁴ borznih posrednikov z licenco ATVP, odvisno od velikosti družbe in števila stalnih strank, ki redno sodelujejo na trgu vrednostnih papirjev. Zato izbira pravega ni pretirano težka, potrebno si je vzeti le čas in presoditi na podlagi njihovega ugleda, znanja in izkušenj.

Menim, da poklic borznega posrednika pridobiva na veljavi. Med njim in stranko se mora razviti pristen in zaupen odnos, stranki pa mora biti vedno na razpolago (osebni stiki, telefon, mobilni telefon, elektronska pošta). Dobrega borznega posrednika odlikuje predvsem pregled nad celotnim trgom vrednostnih papirjev in finančnim trgom, seznanjenost z novostmi in ažurnost pri podatkih.

4. NEDOVOLJENA RAVNANJA NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Za obstoj trga kapitala in njegov namen je ključnega pomena pravilno in transparentno delovanje borze ter s tem posledično tudi trga kapitala. Na trgu kapitala sta dve skupini udeležencev: profesionalni udeleženci trga kapitala in mali investitorji. Slednji imajo za trg kapitala izredno velik pomen, saj so z gospodarskega vidika s svojimi prihranki neprecenljiv vir kapitala. Istočasno pa predstavljajo šibkejšo stranko v pogodbenem razmerju, zato je oblikovanje pravil skrbnega in varnega poslovanja z vrednostnimi papirji temeljni pogoj za trg vrednostnih papirjev. Ta pravila tudi opredeljujejo, odkrivajo in kazensko preganjajo nedovoljena ravnanja na trgu kapitala.

Pri opravljanju dejavnosti poslovanja z vrednostnimi papirji hitro lahko pride do nasprotja interesov, katerih sestavni del je zloraba zaupanja strank v strokovnost dela borznih članov. Slabe izkušnje pri borznem poslovanju so za take posameznike odločilne in pomembno vplivajo na njihovo prihodnjo dejavnost pri borznem poslovanju. Zato borza prek svoje

²⁴ Podatki so zbrani z internetnih domačih strani posameznih borzno posredniških družb in bank.

nadzorne službe skrbi predvsem za pridobitev oziroma ohranitev zaupanja javnosti v borzno trgovanje (Čas, Jamnik, 2000, str. 139).

Nedovoljena dejanja, ki so kazniva po Kazenskem zakoniku (Uradni list Republike Slovenije št. 63/94 s kasnejšimi dopolnitvami), so poleg zlorabe notranjih informacij pri neposrednem trgovanju na organiziranem trgu še preslepitev pri poslovanju z vrednostnimi papirji ter ponarejanje in uporaba ponarejenih vrednostnih papirjev.

Med nedovoljena ravnanja na trgu vrednostnih papirjev, ki jih opredeljujeta ZTVP-1 in Pravila borze, spadajo:

4.1. POSLOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ – INSIDERSTVO

Insiderstvo spremlja trg kapitala in delovanje svetovnih borz že od vsega začetka. Izhaja iz same narave človeka, ki vedno teži k izrabljanju svojih prednosti, v primeru insiderstva informacijskih. Že na začetku razvoja borz in trgovanja z vrednostnimi papirji je prihajalo do pridobivanja premoženjskih koristi, ki so jih pridobivale osebe, ki so dovolj hitro poslovale z vrednostnimi papirji. Izrabljali so dnevna nihanja tečajev, ki jih je lahko povzročila že ena sama resnična ali neresnična informacija. Z razvojem trga kapitala je postalo trgovanje na podlagi notranjih informacij nemoralno in zakonsko kaznivo ravnanje.

Da je začela zakonodaja urejati in sankcionirati insiderstvo, je trajalo kar nekaj časa. Danes države sprejemajo takšne zakonodaje z namenom pridobitve zaupanja javnosti v borzno trgovanje. V Sloveniji zakonsko obravnavata poslovanje na podlagi notranjih informacij ZTVP-1 in Kazenski zakonik Republike Slovenije.

Za notranjo informacijo po ZTVP-1 šteje vsaka natančna informacija, ki se nanaša na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev, ki še ni dostopna javnosti in ki bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev. Prepovedano je pridobiti vrednostne papirje ali z njimi razpolagati na podlagi notranjih informacij. Osebe, ki so jim neposredno dostopne te informacije, ne smejo teh informacij razkrivati tretjim osebam ali priporočati na podlagi teh informacij tretjim osebam pridobitev ali razpolaganje z vrednostnimi papirji.

Da določeno informacijo obravnavamo kot notranjo informacijo, mora imeti naslednje lastnosti (Mramor, 2000, str. 195):

- biti mora dovolj natančna, kar pomeni, da mora biti informacija, na podlagi katere je insider²⁵ deloval, dovolj tehtna in verjetna, da ga je spodbudila k trgovanju. Sem ne spadajo govorice ali ocene dogodkov;
- nanašati se mora na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev;
- ne sme biti dostopna ali znana javnosti. V trenutku, ko postane dostopna javnosti, za insiderja preneha prepoved poslovanja z vrednostnimi papirji, na katere se je razkrita informacija nanašala;
- če bi bila dostopna javnosti, bi imela verjetno pomembnejši vpliv na ceno vrednostnih papirjev. Za notranjo informacijo je značilno, da lahko pomembneje vpliva na tečaj vrednostnega papirja, kar pa še ne pomeni, da se bo tečaj dejansko spremenil.

Sledeč smernicam Evropske skupnosti je tudi ZTVP-1 natančno opredelil osebe, na katere se prepoved nanaša. To so lahko:

- delničarji;
- lastniki poslovnih deležev pravne osebe;
- člani uprave in nadzornega sveta;
- zaposleni pri pravni osebi;
- osebe, ki opravljajo določene posle po pogodbi;
- osebe, ki imajo pri opravljanju nalog poklica ali zaposlitve dostop do notranjih informacij.

V Kazenskem zakoniku Republike Slovenije je opredeljeno, da stori kaznivo dejanje zlorabe notranjih informacij, kdor v nasprotju s svojimi dolžnostmi 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. Tako kaznivo dejanje se kaznuje z zaporom do treh let.

Dejstvo je, da je že narava samega insiderstva takšna, da ga je težko ugotoviti in še težje dokazati, saj je trgovanje z vrednostnimi papirji dovoljeno ravnanje na trgu vrednostnih papirjev, neposredni dokazi, ki bi dokazovali, da je bila transakcija izvedena na podlagi notranje informacije, pa so zelo redki, skorajda že nemogoči.

Majhnost in prepletenost pravnih in fizičnih oseb v Sloveniji sta glavna dejavnika, ki bistveno vplivata na hitro dostopnost do notranjih informacij. Slovenski trg vrednostnih papirjev je mlad in še vedno v hitrem razvoju, njegova tradicija še ni izoblikovana. Zato

²⁵ Insider je uveljavljen izraz za osebo z notranjimi informacijami.

prihaja tudi do neracionalnega obnašanja pri objavljanju cenovno občutljivih informacij²⁶. Tako lahko podjetje ne objavi določene informacije, ker ni prepričano, ali je le-ta cenovno občutljiva ali ne, posledično pa to pomeni napako, ki se je pravna oseba oziroma direktor sploh ne zaveda. Ravno tako pa lahko ista oseba razlaga informacije svojim prijateljem ali znancem, s čimer lahko krši zakonodajo in se ne zaveda svojih dejanj.

Nadzorni instituciji, ki preprečujeta zlorabe notranjih informacij, sta ATVP in Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. Prva izvaja nadzor na dva načina: s spremljanjem poročil in obvestil, ki jih prejme od zavezancev k poročanju in drugih oseb, ter s pregledi poslovanja posameznih subjektov. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev prek svoje nadzorne službe skrbi za ohranitev oziroma povečanje zaupanja javnosti v borzno trgovanje, insiderstvo pa skuša preprečiti še z doslednim izvajanjem določb Pravil borze o poročanju in obveščanju, ki veljajo za izdajatelje vrednostnih papirjev, in preko določb borznih aktov, s katerimi se izvaja notranji nadzor nad zaposlenimi na borzi.

Poleg nadzornih institucij pa morajo pri preprečevanju zlorab notranjih informacij sodelovati tudi gospodarske družbe, in sicer s seznanjanjem zaposlenih, da je poslovanje na podlagi notranjih informacij prepovedano, s kodeksom obnašanja, ki bi ga moral poznati vsak zaposleni, ter z odgovornimi osebami, ki izvajajo nadzor nad upoštevanjem naštetega.

4.2. MANIPULACIJE S TEČAJI VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Manipulacija je dejanje, ki ponudbo in povpraševanje po vrednostnih papirjih spremeni oziroma izkrivi v korist nekaterih udeležencev na račun drugih udeležencev trga vrednostnih papirjev, poteka postopoma s serijo transakcij in skuša doseči neke učinke v portfeljih, bilancah in podobno.

Manipulacijo s tečajem vrednostnih papirjev se lahko povzroči na več načinov:

4.2.1. NEDOVOLJENO VPLIVANJE NA TEČAJE IN OBLIKOVANJE SKUPIN ZA VPLIVANJE NA TEČAJE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Pravila borze določajo, da noben član borze ali borzni posrednik ne sme skleniti ali vzpodbujati sklepanja poslov in umetno ustvarjati okoliščin o poslih s katerimkoli vrednostnim papirjem z namenom ustvarjanja nerealne ali zavajajoče podobe o njegovi

²⁶ Cenovno občutljiva informacija je tista informacija, ki bi imela pomemben vpliv na ceno vrednostnih papirjev, če bi bila dostopna javnosti.

prometnosti oziroma da bi oblikoval ali vplival na oblikovanje tečaja vrednostnega papirja, ki ne ustreza njegovi resnični vrednosti na trgu.

Prepovedano je tudi vzpodbujati oblikovanje skupin za nedovoljeno vplivanje na tečaje vrednostnih papirjev, sodelovati v takih skupinah, jim zagotavljati sredstva ali sprejemati od njih naročila.

4.2.2. GOVORICE

Noben član borze ali borzni posrednik ne sme na kakršenkoli način razširjati govoric take narave, ki bi lahko vplivale na razmere trgovanja na borzi, razen če gre za pogovore o nepreverjenih informacijah, kadar se razkrijeta njihov vir in njihova nepreverjenost (Pravila borze, 2000).

4.2.3. USKLAJENO RAVNANJE

Usklajeno ravnanje je način omejevanja konkurence, ki je težko dokazljiv pri sodnem preganjanju. Bistvo je v tem, da gre za vzajemno izmenjavo informacij med podjetji, na podlagi katerih drugo podjetje lahko sklepa o pogojih poslovanja v prvem podjetju. Lahko se razvije celo takšna koordinacija, da se doseže določen rezultat na trgu, ne da bi pri tem prišlo do dogovora med usklajevalci (Čas, Jamnik, 2000, str. 147).

4.2.4. POSTRGANJE

Postrganje (»scalping«) je ravnanje, kadar oseba svetuje nakup ali prodajo določenih vrednostnih papirjev, reakcijo ljudi pa izrabi tako, da pred svetovanjem nakupi vrednostne papirje, ki jih bo svetovala za nakup, ko ljudje njen nasvet upoštevajo (kar se izrazi v ceni), pa jih proda. Če bi šlo v tem primeru za resnične informacije, bi lahko govorili o zlorabi notranjih informacij. Kadar so informacije neresnične, pa gre za razširjanje neresničnih govoric z namenom vplivanja na tečaje vrednostnih papirjev oziroma za manipulacijo (Čas, Jamnik, 2000, str. 147).

4.2.5. ZIDANJE DOLGOV ALI PIRAMIDNO POSLOVANJE

Običajno je, da se je možno zadolžiti za del nakupne vrednosti vrednostnih papirjev, pri čemer kupljeni vrednostni papirji predstavljajo zavarovanje dolga. Če je delež dolga v vrednosti vrednostnih papirjev velik, lahko močan padec vrednosti vrednostnih papirjev povzroči, da lastnik vrednostnih papirjev dolga ni zmožen vrniti. Ob večjem padcu vrednosti večine delnic lahko tako velik delež dolga večjega dela imetnikov delnic povzroči verižno reakcijo nelikvidnosti in propadov, v skrajnem primeru tudi zlom gospodarstva. Rešitev predstavlja omejitev deleža nakupne vrednosti vrednostnih papirjev, ki ga kupec lahko pokrije z zadolžitvijo. Enako nevarno je preveliko zadolževanje borzno posredniških družb, s katerimi te kupujejo vrednostne papirje na svoj račun za zalogo. Ob morebitnem velikem padcu vrednosti vrednostnih papirjev, ki jih imajo v zalogi, lahko bankrotirajo, saj postane vrednost teh vrednostnih papirjev manjša od najetih kreditov. Problem ni stečaj posrednikov, pač pa potencialna izguba klientov, ki papirje hranijo tudi pri njih (Polanič, 2000, str. 35).

4.2.6. NEPOPOLNO RAZKRIVANJE POSLOVANJA

Tu gre za nedovoljeno ravnanje na trgu kapitala, kadar se posluje (prodaja in kupuje) z vrednostnimi papirji na osnovi nepopolnih ali napačnih podatkov o poslovanju.

Zakonodaja natančno določa, da ob novih izdajah vrednostnih papirjev podjetja javno razkrijejo oziroma objavijo podatke o poslovanju podjetja, hkrati pa morajo objaviti tudi ažurne informacije o poslovanju, če želi podjetje uvrstiti svoje vrednostne papirje v borzno kotacijo. ZTVP določa, da so v borzno kotacijo lahko sprejeti le vrednostni papirji, ki so v celoti vplačani, neomejeno prenosljivi in izpolnjujejo pogoje, ki jih določa borza. Ti pogoji se nanašajo na leta poslovanja, velikost kapitala, realnost in objektivnost računovodskih izkazov, minimalno velikost razreda delnic, razpršenost razreda v javnosti in število imetnikov razreda delnic, kot je prikazano v tabelah 1 in 2.

Tabela 1: Kriteriji za uvrstitev delnic v borzno kotacijo

1. Leta poslovanja	3
2. Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	revidirani računovodski izkazi za tri leta
3. Velikost kapitala (celotni kapital po zadnji bilanci stanja)	500 mio SIT
4. Minimalna velikost razreda delnic	200 mio SIT
5. Odstotek razreda delnic v javnosti	vsaj 25%
6. Število imetnikov razreda delnic	vsaj 150

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2002.

Tabela 2: Kriteriji za uvrstitev obveznic v borzno kotacijo

1. Leta poslovanja	3
2. Realnost in objektivnost računovodskih izkazov	revidirani računovodski izkazi za tri leta
3. Skupna nominalna vrednost prodane serije obveznic	300 mio SIT

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2002.

Podjetja so tudi po sprejemu v borzno kotacijo zavezana k rednemu poročanju borzi in obveščanju javnosti o bistvenih spremembah okoliščin poslovanja ter o spremembah pri opravljanju glavne dejavnosti, o predlogih sklepov nadzornega sveta, o sklepih skupščine, o izplačanih vmesnih dividendah, o nameravani spremembi vsebine pravic iz kotirajočih vrednostnih papirjev in s tem v zvezi o spremembi statuta družbe, itd.

4.3. DRUGA ZAKONSKO PREPOVEDANA RAVNANJA

4.3.1. PREDTEK ALI »FRONTRUNNING«

To pomeni, da borzni posrednik, ki vnaprej pozna naročilo za nakup ali prodajo večje količine določenih vrednostnih papirjev določene stranke, to uporabi v svojo korist in oškoduje stranko. To naredi, da pred naročilom za npr. nakup velike količine vrednostnih papirjev za določeno stranko, sam nakupi iste vrednostne papirje in jih proda po nakupu za stranko, ko njihov tečaj zraste (Čas, Jamnik, 2000, str. 141).

4.3.2. OPRAVLJANJE NAVIDEZNIH POSLOV NA BORZNEM IN PROSTEM TRGU

Navidezno varljivo sklepanje poslov pomeni, da sta prodajalec in kupec ista oseba. Pri tem ta oseba skuša pridobiti neke koristi – ali pridobiti kapitalski dobiček ali kapitalsko izgubo z namenom zmanjšanja davčne osnove. S takšnim sklepanjem poslov želi oseba ali z izrazito nizkimi ali pa izrazito visokimi nakupnimi ali prodajnimi cenami preko trga ustvariti zapis o prodaji in nakupu (Polanič, 2000, str. 36).

Pri prodaji po visoki ceni in nakupu po nizki ceni na trgu ustvarja mnenje, da ima ta določen vrednostni papir veliko vlogo, tako da se namenoma ustvari trend rastočih cen. Povpraševanje se poveča, zato se lahko vrednostne papirje lažje prodaja.

Namen prodaje po nizki ceni ali pa nakupa po visoki ceni je zmanjševanje davčne osnove. Kadar investitor izkaže kapitalsko izgubo, ki nastane pri višji prodajni ceni od nakupne v trenutku nakupa, lahko uveljavlja zmanjšanje davčne osnove pri davčni napovedi.

4.4. DRUGE KRŠITVE

Pri opravljanju storitev na trgu vrednostnih papirjev lahko prihaja tudi do kršitev, ki ne pomenijo neposredno kršitev zakonov, ampak gre za kršitev zaupanja komisijskega razmerja med borznim posrednikom in njegovo stranko.

4.4.1. KRŠITEV DOBRIH POSLOVNIH OBIČAJEV

Dobri poslovni običaji niso zakonsko določeni, vendar v poslovnem svetu pomenijo pravila, ki naj bi se jih vsi držali. Pravila borze štejejo za dejanja, ki so v nasprotju z dobrimi poslovnimi običaji, naslednja:

- dejanja in postopki, s katerimi se kršijo ali izigravajo zakonski prepisi, borzna pravila ali kodeks poklicne etike Združenja članov borze²⁷;
- dejanja, ki so nepoštena in nečastna za udeležence na borzi;
- kršitev sprejetih obveznosti in dejanja, ki povzročajo ali utegnejo povzročiti škodo drugim organizacijam ali posameznikom;
- druge kršitve pravil v medsebojnih razmerjih, ki ogrožajo pravice drugih ali kako drugače prizadenejo njihove interese.

Do kršitve dobrih poslovnih običajev pride tudi v primeru, da je med borznim posrednikom in stranko sklenjena pogodba o gospodarjenju z vrednostnimi papirji, borzni posrednik pa med opravljanjem storitev za to stranko ne pridobi njenega pisnega soglasja ali dovoljenja, da lahko opravi to dejanje. S tem namreč krši določila pogodbe o gospodarjenju z vrednostnimi papirji.

²⁷ Združenje članov borze vrednostnih papirjev je gospodarsko interesno združenje, ustanovljeno z namenom zastopanja skupnih interesov članov (lahko so borzno posredniške družbe in banke, ki opravljajo posle z vrednostnimi papirji in so člani borze) in izvajanja vseh potrebnih aktivnosti za doseg skupnih ciljev članov združenja (Pravila poslovanja ZČBVP-GIZ, 1998).

4.4.2. KRŠITEV APLIKACIJE

Pri aplikacijah prihaja do kršitev v primeru, kadar borzni posrednik opravi posel s svojo stranko bodisi na strani kupca bodisi na strani prodajalca v svojem imenu in za svoj račun. Takšne primere izrecno ureja Zakon o obligacijskih razmerjih, ko govori v zvezi s komisijsko pogodbo o primeru, pri katerem komisionar sklene posel s komitentom. V takih primerih zahteva zakon privolitev stranke za tak posel, komisionar pa mora posel opraviti tako, da zagotovi najmanj minimalne pogoje, ki bi jih imel ob izvršitvi naročila za stranko na trgu. Če se tržna cena in dejanska cena ne ujemata, mora komisionar komitentu zagotoviti ugodnejšo ceno (Čas, Jamnik, 2000, str. 142).

4.4.3. KRŠITEV NAČELA NEPRISTRANSKOSTI

V primeru, da je borzni posrednik ena izmed strank v poslu z vrednostnimi papirji, v razmerju do svoje stranke pride do konflikta interesov. Borzni posrednik je namreč po zaprisegi dolžan za stranko delovati po načelu dobrega gospodarja, istočasno pa mora zasledovati tudi svoje ekonomske cilje, in sicer vrednostni papir kupiti po čim nižji oziroma prodati po čim višji ceni. Pri tem lahko krši načelo nepristranskosti, saj lahko uresniči svoje interese in ne interese stranke, kot je zavezan. Zato mora borzni posrednik pridobiti izrecno dovoljenje stranke, da lahko opravi tak posel, saj se le tako lahko kasneje ugotovi, če je res prišlo do kršitve, ki se jo kaznuje s povrnitvijo razlike med tržno in dejansko ceno oškodovani stranki.

4.4.4. SPREMEMBA IN RAZDRTJE POSLOV

Sprememba oziroma razdrtje poslov pomeni možnost, da se jih (še posebej pri poslovanju z novimi vrednostnimi papirji) zlorabi za ugotavljanje primernega tečaja za začetek poslovanja. Stranka, ki želi razdreti posel, mora svojo zmoto izkazati v času 60 minut (30 minut v primeru sklenitve posla malo pred zaključkom trgovanja) po sklenitvi posla, ki naj bi se razveljavil. Preklic morata borzna člana sporočiti upravi borze, pri tem je predpisano, da se kot dokaz upošteva izpisek iz knjige naročil, ravno tako mora biti predložena tudi dokumentacija, ki dokazuje zmoto.

4.4.5. KRŠITEV POSLOVNE SKRIVNOSTI BORZE

Med poslovne skrivnosti borze sodijo:

- podatki, katere borza določi za zaupne s pisnim sklepom ali s pravili poslovanja borze;
- podatki, kateri bi ob morebitni objavi povzročili občutno škodo borzi ali drugim pravnim osebam;
- podatki, ki jih borzi posredujejo druge pravne osebe;
- podatki, ki štejejo za poslovno skrivnost.

Te podatke morajo varovati vsi delavci borze, člani in organi borze, borzni posredniki ter ostale osebe, ki so s temi podatki seznanjene. Kršitelj je v skladu s pravili odškodninskega prava odgovoren tudi za povzročeno škodo.

4.5. POSTOPKI LJUBLJANSKE BORZE VREDNOSTNIH PAPIRJEV PRI NEDOVOLJENIH RAVNANJIH

Kadar se na trgu vrednostnih papirjev pojavijo nepravilnosti oziroma kršitve, so na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev trije organi, ki so pristojni za odločanje o kršitvah. Po Pravilih borze so to uprava borze, odbor za sprejem in častno sodišče.

Uprava borze je zadolžena za ukrepanje v primerih, ko gre za očitne kršitve in nepravilnosti v zvezi s poslovanjem na borzi in je potrebno hitro ukrepanje. Uprava se ob prejemu predloga odloči, ali bo o zadevi odločala sama ali pa bo primer predala častnemu sodišču. Odbor za sprejem vrednostnih papirjev v borzno kotacijo je poleg ostalih pristojnosti zadolžen tudi za odločanje v primeru kršitev izdajateljev vrednostnih papirjev, ki kotirajo v borzni kotaciji. Častno sodišče je pri delu neodvisno in samostojno. Odloča o spornih vprašanjih v primeru težjih kršitev Pravil borze in dobrih poslovnih običajev.

Če je borzni član ali borzni posrednik spoznan za krivega očitanih dejanj, lahko organi izrečejo opomin kot najmilejšo kazen, v skrajnem primeru pa izrečejo denarno kazen ali izključitev iz borznega poslovanja za določen čas ali trajno izključitev.

Regulativni organi so na trgu vrednostnih papirjev nujno potrebni, da ne bi prihajalo do naštetih kršitev; če do njih pride, se jih takoj primerno kaznuje.

4.6. NEDOVOLJENA RAVNANJA NA SLOVENSKEM TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV V PRAKSI

Tudi slovenski trg vrednostnih papirjev ni svetla izjema na področju obstoja nedovoljenih ravnanj; kot drugod po svetu pa je tudi pri nas za ta dejanja značilno, da jih je težko odkriti in še težje dokazati.

Najbolj znan in razvpit primer nedovoljenega ravnanja je primer Dadas iz leta 1996, ko je nekaj tisoč vlagateljev v Dadasove vzajemne sklade ostalo brez vseh prihrankov. Omenjeni vzajemni skladi so rasli zaradi umetnega dvigovanja tečajev vrednostnih papirjev v skladih. To je bilo možno zaradi plitkosti takratnega slovenskega trga vrednostnih papirjev, ko je bilo za umeten dvig tečajev potrebnih malo sredstev. Nato so se skladi sesuli in za Davorinom Sadarjem je sedaj razpisana mednarodna tiralica.

Podoben primer je tudi družba za upravljanje Divida, ki je sklenila posla z nedopustnim namenom omogočiti tretji osebi kapitalski dobiček v breme PID-ov, ki ju je upravljala. PID-a Kompas 1 in Kompas 2 sta v začetku leta 1997 kupila 5.000 Mercatorjevih delnic po ceni 9.000 SIT, v ATVP pa so ugotovili, da je prodajalec teh delnic – fizična oseba – dosegel za 32,5 milijona SIT kapitalskega dobička, saj je delnice pred tem kupil po 2.500 SIT od družbe za upravljanje Divida. ATVP je zato tej družbi za upravljanje izrekla ukrep odvzema dovoljenja za upravljanje investicijskih skladov (Smrekar, 2001a).

Odkrivanje opravljanja navideznih poslov z vrednostnimi papirji je težko, kljub temu, da na ATVP redno pregledujejo posle med vzajemnimi skladi iste družbe za upravljanje. Slednje se preglednemu trgovanju izogibajo s trgovanjem prek aplikacij.

Najbolj znan primer kraje delnic je primer Jordana Urha, sicer direktorja Krkinega predstavništva v Ukrajini. Neznani naročniki so jeseni 1999 štirim »operativcem iz ulice« priskrbeli Urhove zaupne osebne podatke, na podlagi katerih so preko borzno posredniške družbe Ilirike d.d. iz Ljubljane prodali 1.560 ukradenih Krkinih delnic in si protipravno prisvojili 40 milijonov SIT, kolikor so bile takrat vredne Urhove delnice. Po odkritju tega kaznivega dejanja so policisti ujeli vse štiri tatove, ki so krajo operativno izvedli; kasneje so bili obsojeni na zaporno kazen. Naročniki pa so še vedno na prostosti, ker jih policija še ni odkrila. Spomladi 2001 je okrožno sodišče v Ljubljani razsodilo, da morajo borzno posredniška družba Ilirika, KDD, ki je hranila Urhove delnice, in ATVP Jordanu Urhu v 60-ih dneh omogočiti in izvršiti vknjižbo vseh 1.560 Krkinih delnic na njegov račun pri KDD, poleg tega pa morajo plačati razliko, ki bi jo od 25. oktobra 1999 dobil v obliki dividend. Obtožene stranke v postopku so se pritožile na višje sodišče, kjer je zadeva kot neprednostna tudi obtičala (Biščak, 2002).

Kar nekaj nedovoljenih ravnanj se je zgodilo v borzno posredniški družbi PM & A. V začetku leta 2001 je prišla na dan novica o goljufigi, ki so jo tam izvedli. V zapuščini neke umrle gospe so bile tudi delnice Kemofarmacije, za katere so dediči ugotovili, da je bila že

opravljena preknjižba. Iz PM & A so jim posredovali dokumentacijo, kjer je bilo razvidno, da je bila osebna izkaznica umrle gospe ponarejena in neveljavna, kar pomeni, da sta PM & A in KDD transakcije opravili na podlagi neveljavnih dokumentov. Dediči so obvestili kriminaliste, prevarantski kupec pa je prek PM & A delnice vrnil dedičem (Biščak, 2001a).

To ni bila edina goljufija, ki je bila povezana s to borzno posredniško družbo. 16-ih goljufij je bila osumljena tudi stranka PM & A, ki naj bi s sodelavko delničarje oškodovala za 14 milijonov tolarjev. Med akviziterskim zbiranjem delnic naj bi se dogovorila z delničarji, da bosta od njih odkupila manjšo količino delnic. Imetniki so jima izročili vse potrebne dokumente, nato pa sta opravila preknjižbo vseh delnic, ki so jih imeli prodajalci, in ne samo dogovorjenega dela, za katerega sta poravnala kupnino. Preknjižbe naj bi opravljala prek PM & A. Direktor PM & A je vse obtožbe zanikal. (Biščak, 2001).

V začetku letošnjega leta je v javnost prišla novica, da je v borzno posredniški družbi PM & A prišlo še do ene nepravilnosti. Leta 1999 je neka stranka svojih 333 Petrolovih delnic zaupala v upravljanje PM & A. Po dogovoru s stranko je uslužbenka te borzno posredniške družbe prodala 100 delnic, toda namesto, da bi zanjo kupovala nove delnice, je denar posojala naprej. Pri tem je celo ponarejala posojilne pogodbe, kjer je stranka nastopala kot posojilodajalec. Leta 2000 je oškodovana stranka ugotovila dejansko stanje. Po grožnji s tožbo je s PM & A sklenila sporazum o medsebojni poravnavi obveznosti in terjatev, bivšo uslužbenko, ki je medtem že izgubila vsa pooblastila, pa prijavila policiji (Biščak, 2002a).

V isti borzno posredniški družbi je prihajalo do novih nedovoljenih ravnanj. Junija 2001 je bila proti predsedniku uprave borzne hiše PM & A podana kazenska ovadba, ki je bila kasneje dopolnjena. Osumljen je bil, da je svojim podrejenim dal nalog, da so v začetku julija 1999 na podlagi ponarejenih kupoprodajnih pogodb ter nalogov za prenos delnic na drugega imetnika opravili preknjižbo delnic treh dejanskih imetnikov na njegov trgovalni račun. Pri tem dejanju naj bi si osumljenec pridobil protipravno premoženjsko korist v skupnem znesku 1,2 milijona SIT (Godec, 2001).

Prvi odvzem licence borznemu posredniku v Sloveniji je dvignil veliko prahu. Alain Al Soufi je konec decembra 2001 po odločbi vrhovnega sodišča dokončno izgubil licenco, ki mu jo je ATVP odvzela že aprila 2001. Al Soufiju so odvzeli licenco zaradi poslov z nakupnimi boni iz leta 1999, ki so bili po mnenju ATVP navidezni. Pri tem BPH d.o.o., v kateri je Al Soufi delal kot borzni posrednik, ni bila kaznovana, saj ni bila oškodovana nobena stranka te borzno posredniške družbe. S temi posli je skušal Al Soufi zmanjšati osnovo za davčno napoved. Največ razburjenja in negotovanja med borznimi posredniki so povzročili nejasni razlogi za odvzem licence nejasna definicija navideznih poslov, skrajnost kazni, dvoumna vloga ATVP in dvom o strokovnosti in neodvisnosti dela ATVP. Po mnenju mnogih bi namreč zaradi takšnih poslov izgubilo licenco še več drugih borzних posrednikov (Mihajlović, 2001a).

Po mnenju poznavalcev slovenskega trga vrednostnih papirjev naj bi bilo od nedovoljenih ravnanj največ poslovanja na podlagi notranjih informacij. Na podlagi informacij in navedb posameznikov je mogoče trditi, da je veliko poslov insiderskih, kar je težko odkriti in

dokazati. Do insiderstva naj bi prišlo tudi v primeru Slovenske investicijske banke. Njeni delničarji so spomladi 2001 dokapitalizirali banko po tečaju 2.150 SIT za delnico, jeseni pa so prodali delnice ljubljanski Energetiki po tečaju, višjem od 3.000 SIT. Vlagatelji so v pol leta ustvarili okoli 50-odstotni donos, zato so se pojavila ugibanja, ali ni šlo pri tem za insiderstvo oziroma so vlagatelji že ob dokapitalizaciji morebiti vedeli, da bodo čez nekaj mesecev lahko prodali delnice Energetiki (Hočevnar, 2001a).

Opisana nedovoljena ravnanja na trgu vrednostnih papirjev so najverjetneje le kaplja v morje dejanskih nepravilnosti. Poleg večjih kršitev prihaja pri vsakdanjem delu borzno posredniških družb tudi do manjših (npr. omogočanje vpogleda v BIS in račune KDD nepooblaščenim osebam, prodaja ali nakup vrednostnih papirjev pred podpisom pogodbe o borznem posredovanju), ki ne vplivajo na poslovanje borzno posredniške družbe.

SKLEP

Slovenski trg kapitala kot del finančnega trga je še vedno zaznamovan s prehodom na tržni sistem. Dejavniki, ki vplivajo na ceno vrednostnih papirjev, se lahko razlikujejo od tistih, ki so značilni za razvite trge kapitala. Kljub temu se vsak dan kažejo spremembe v smeri razvoja slovenskega trga kapitala, ki hkrati ustvarjajo pozitivno klimo za rast gospodarstva.

Ugotovila sem, da na slovenskem trgu vrednostnih papirjev deluje šest institucij, ki vsaka na svoj način vplivajo na dogajanje na njem. Glavna naloga ATVP je nadzor nad poslovanjem pooblaščenih udeležencev in finančnih institucij. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je institucija, ki povezuje povpraševanje in ponudbo po vrednostnih papirjih. KDD je institucija, ki skrbi za poravnavanje obveznosti iz sklenjenih poslov med pooblaščenimi udeleženci, za vodenje centralnega registra vrednostnih papirjev, za pravice delničarjev, za stanja na računih vrednostnih papirjev in za hrambo vrednostnih papirjev. Pomembno vlogo igra pri izdaji vrednostnih papirjev v nematerializirani obliki. Na trgu vrednostnih papirjev lahko aktivno sodelujejo tudi banke, ki morajo za to pridobiti dovoljenje za opravljanje poslov s strani ATVP in Banke Slovenije. Poleg pogojev, ki veljajo tudi za borzno posredniške družbe, morajo izpolnjevati še specifične pogoje. Namen družb za upravljanje je upravljanje investicijskih družb, vzajemnih skladov in PID-e.

Borzno posredniške družbe morajo za pridobitev dovoljenja za opravljanje storitev v zvezi z vrednostnimi papirji izpolnjevati stroge formalne, kadrovske, tehnične, finančne in organizacijske pogoje.

Dejavnosti borzno posredniških družb v Sloveniji je veliko. Borzno posredništvo kot najbolj razširjena dejavnost poteka v treh korakih: pri naročilu imajo stranke na voljo več tipov naročil, odvisno od njihovih preferenc, izvedba naročila oziroma celoten postopek trgovanja poteka preko BIS-a, poravnava pa se opravi prek KDD. Pri gospodarjenju z vrednostnimi

papirji borzno posredniška družba denarna sredstva stranke v skladu z naložbeno politiko nalaga v vrednostne papirje z namenom razpršitve tveganja. Posebne storitve v zvezi z vrednostnimi papirji so domena predvsem večjih borzno posredniških družb, medtem ko pomožne storitve izvajajo vse. Med druge storitve, ki jih ponujajo borzno posredniške družbe, spadajo še trgovanje za hišni račun borzno posredniških družb, on - line borzno posredništvo, analize trga, podjetij in vrednostnih papirjev in storitve na trgu kapitala za podjetja s področja podjetniških financ.

Borzni posrednik je fizična oseba, ki ima veljavno dovoljenje ATVP za opravljanje poslov borznega posrednika. Zato mora izpolnjevati določene pogoje in opraviti strokovni izpit, po zaprilegi pa prevzame določene dolžnosti in pravice. Ključev do izbire pravega borznega posrednika je več, odvisno je od preferenc in finančnih zmožnosti posameznika.

Na trgu kapitala je ključnega pomena pravilno in transparentno delovanje borze. Pri poslovanju z vrednostnimi papirji prihaja do nasprotja interesov, katerih posledice so lahko oškodovanje strank. Preseneča me dejstvo, da je v Sloveniji to področje pravno dobro urejeno, vseeno pa prihaja do takšnih dejanj.

Poslovanje na podlagi notranjih informacij oziroma insiderstvo je eno najtežje odkritih in dokazljivih dejanj. Ostala nedovoljena ravnanja na trgu vrednostnih papirjev so še manipulacije s tečaji vrednostnih papirjev, predtek in opravljanje navideznih poslov na borznem in prostem trgu ter druge kršitve, ki ne pomenijo neposredne kršitve zakonov.

Kadar pride na trgu vrednostnih papirjev do nedovoljenih ravnanj, ukrepa Ljubljanska borza vrednostnih papirjev s svojimi organi, ki so pristojni za odločanje in ukrepanje v teh primerih. To so uprava borze, odbor za sprejem in častno sodišče.

Menim, da je v Sloveniji borzno posredniških družb in borznih posrednikov dovolj, da lahko kvalitetno zadovoljujejo zahteve strank, sproti pa prihajajo na dan nove storitve. Pomembno vlogo imajo nadzorne institucije, ki bi morale s svojimi dejavnostmi krepiti zaupanje investitorjev v celoten sistem borznega posredništva in trga vrednostnih papirjev. Istočasno pa v nasprotni smeri delujejo nedovoljena ravnanja, ki so prisotna na slovenskem trgu vrednostnih papirjev. Za njih je značilno, da jih je težko odkriti in pripeljati pred sodišče. Zato bosta morali nadzorni instituciji – ATVP in Ljubljanska borza vrednostnih papirjev tudi v prihodnje dosledno izvajati svoje naloge in kršiteljem še odločneje stopiti na prste.

LITERATURA

1. Biščak Jože: Jordan Urh brez Krkinih delnic, klošarji v zaporu. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=23641>], 9.5.2002.
2. Biščak Jože: Na zatožni klopi osumljenci delniških goljufij. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=13406>], 18.11.2001.
3. Biščak Jože: Namesto plemenitenja je portfelj oskubila. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=18690>], 20.2.2002.
4. Biščak Jože: PM & A: sumljivi posli že pred pol leta. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=6542>], 4.6.2001.
5. Bobnar Andreja: Poslovanje na podlagi notranjih informacij – insiderstvo. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 46 str.
6. Čas Miloš, Jamnik Simona: Borzno pravo. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 325 str.
7. Čas Miloš, Rotar Tomaž: Borzni izrazi s trojezičnim slovarjem. Maribor: Kapital, 1994. 190 str.
8. Gantar Matjaž et al.: Abeceda borzništva. Maribor: Kapital in slovenska investicijska banka, 1992. 40 str.
9. Godec Borut: Dopolnjena kazenska ovadba zaradi goljufije z delnicami. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=9674>], 22.8.2001.
10. Hočevar Borut: S. Racman: Nismo vedeli za goljufije. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=6634>], 6.6.2001.
11. Hočevar Borut: SIB zanika insiderstvo. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=14589>], 6.12.2001.
12. Kleindienst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2001. 542 str., 24 pril.
13. Kocbek Marijan, Plavšak Nina: Predpisi o trgu vrednostnih papirjev, o investicijskih skladih in družbah za upravljanje. Ljubljana: Uradni list Republike Slovenije, 1994. 224 str.
14. Kocbek Marijan: Zakon o prevzemih s komentarjem. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1997. 242 str.
15. Markovič Blanka: Dobro obveščeni o odvzemu licence borznemu posredniku. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=15389>], 19.12.2001.
16. Mihajlovič Novica: Al Soufi: sporen ukrep ATVP. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=15500>], 20.12.2001.
17. Mihajlovič Novica: ATVP proti brokerjem z novimi odvzemi licenc. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=15424>], 19.12.2001.
18. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G.: Financial Markets and Institutions. 2. izdaja. Reading, Massachusetts, ZDA: Addison-Wesley Longman, Inc., 1998. 668 str.

19. Mishkin Frederic S.: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 2. izdaja. Glenview, Illinois, ZDA: Scott, Foresman and Company, 1989, str. 42-257.
20. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
21. Nefrat Branka: Zakon o trgu vrednostnih papirjev. Pravna praksa, Ljubljana: 2000, 3, str. 38.
22. Polanič Peter: Borzno-posredniške hiše v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 47 str.
23. Ribič Mirjana: Nekoč kralji, danes ranjeni tigri in tigrice... Kapital, Maribor, 9 (1999), 200, str. 110-116.
24. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 1: Denar, finančne institucije in denarna politika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
25. Rose Peter S.: Money and Capital Markets: The Financial System in an Increasingly Global Economy. 3. izdaja. Homewood, Illinois, ZDA: BPI/Irwin, 1989. str. 82-166
26. Smrekar Tanja: Borzni posrednik izgubil licenco. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=15305>], 18.12.2001.
27. Smrekar Tanja: Mogočni dzuji in nemi nadzornik. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=12005>], 17.10.2001.
28. Svilan Sibil: Vrednostni papirji: namen in vrste, oblikovanje in trgovanje ter upravljanje. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1990. 213 str.
29. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1996. 218 str.
30. Štravs Aleksander Sašo et al.: Borza vrednostnih papirjev. Ljubljana: Novi forum, 1995. 103 str.
31. Tičar Bojan: Borza: organizacija in poslovanje. Ljubljana: P. Amalietti, 1991. 115 str.
32. Toplak Simona: Večina poslov je insiderskih. [URL: <http://www.finance-on.net/show.php?id=10969>], 24.9.2001.
33. Veselinovič Draško: Borzni priročnik. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1995. 571 str.
34. Veselinovič Draško: Problematika trgovanja z notranjimi informacijami. Bančni vestnik, Ljubljana, 2000, 6, str. 15-21.

VIRI

1. Abanka d.d., Ljubljana [URL: <http://www.abanka.si>], 21.5.2002.
2. Bank Austria Creditanstalt d.d., Ljubljana [URL: <http://www.ba-ca.si>], 21.5.2002.
3. BPH d.o.o., Ljubljana [URL: <http://www.bph.si>], 21.5.2002.
4. Celjska BPH d.o.o., Celje [URL: <http://www.cbh.si>], 21.5.2002.
5. Certius BPH d.o.o., Ljubljana [URL: <http://www.certius.com>], 21.5.2002.
6. GBD Gorenjska borzno posredniška družba d.d., Kranj [URL: <http://www.gbd.si>], 21.5.2002.

7. Ilirika d.d., Ljubljana [URL: <http://www.ilirika.si>], 21.5.2002.
8. Interno gradivo bivše Dolenjske borzno posredniške družbe d.o.o. Novo mesto, 2001.
9. Kodeks poklicne etike borznih posrednikov. [URL: <http://www.zcbvp-giz.si/dokumenti.php3?doc=kodeks-zcb>], 27.3.2002.
10. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev. [URL: <http://www.ljse.si>], 16.4.2002.
11. Mariborska BPH d.o.o., Maribor [URL: <http://www.mbh.si>], 21.5.2002.
12. Medvešek Pušnik d.d., Ljubljana [URL: <http://www.medvesekpusnik.si>], 21.5.2002.
13. Nova ljubljanska banka d.d., Ljubljana [URL: <http://www.n-lb.si>], 21.5.2002.
14. Poteza d.d., Ljubljana [URL: <http://www.poteza.si>], 21.5.2002.
15. Pravila Ljubljanske borze. Ljubljana: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana, 2000.
16. Pravila poslovanja Klirinško depotne družbe. Ljubljana: Klirinško depotna družba, 1995.
17. Pravila poslovanja Združenja članov borze vrednostnih papirjev – GIZ [URL: <http://www.zcbvp-giz.si/dokumenti.php3?doc=pravila-zcb>], 27.3.2002
18. Pravilnik o pogojih za izdajo dovoljenj za opravljanje poslov borznih posrednikov in članov uprav družb za upravljanje (Uradni list RS, št. 17/94, 71/94 in 64/95).
19. Pravilnik o pogojih za opravljanje poslov borzno posredniških družb (Uradni list RS, št. 17/94, 77/94 in 64/95).
20. Pravilnik o pogojih, ki jih morajo izpolnjevati banke za pridobitev pozitivnega mnenja k opravljanju poslov z vrednostnimi papirji (Uradni list RS, št. 50/94, 77/94 in 64/95).
21. Publikum borzno posredovanje d.d., Ljubljana [URL: <http://www.publikum.si>], 21.5.2002.
22. SKB banka d.d., Ljubljana [URL: <http://www.skb.si>], 21.5.2002.
23. Sklep o obveščanju o poslih z vrednostnimi papirji, ki jih sklepajo osebe, ki imajo dostop do notranjih informacij, in dostopnost teh podatkov (Uradni list RS, št. 30/96).
24. Statut Ljubljanske borze vrednostnih papirjev, d.d. Ljubljana, 1994.
25. Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje (Uradni list RS, št. 6/94, 25/97, pop. 32/97, 10/98 in 26/99).
26. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99).
27. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 6/94).

PRILOGA

TABELA 1: Seznam članov Ljubljanske borze vrednostnih papirjev z naslovom in s spletno stranjo

Št.	Član Ljubljanske borze	Naslov	Spletna stran
1.	AC – BORZNO POSREDNIŠKA HIŠA d.d., Ljubljana	Slovenska 52, Ljubljana	www.autocommerce.si
2.	ARGONOS BPH d.o.o., Ljubljana	Puharjeva 2, Ljubljana	/
3.	BPH d.o.o., Ljubljana	Tomšičeva 1, Ljubljana	www.bph.si
4.	CELJSKA BPH d.o.o., Celje	Vrunčeva 1, Celje	www.cbh.si
5.	CERTIUS BPH d.o.o., Ljubljana	Šmartinska 134b, Ljubljana	www.certius.com
6.	COGITO BIS B.H. borzno posredovanje d.o.o., Maribor	Tyrševa 18, Maribor	/
7.	GBD GORENJSKA BORZNO POSREDNIŠKA DRUŽBA d.d., Kranj	Koroška cesta 33, Kranj	www.gbd.si
8.	ILIRIKA d.d., Ljubljana	Breg 22, Ljubljana	www.ilirika.si
9.	IT MODRA HIŠA d.o.o., Ljubljana	Gornji trg 4, Ljubljana	www.it-modrahisa.si
10.	MARIBORSKA BPH d.o.o., Maribor	Vita Kraigherja 5, Maribor	www.mbh.si
11.	MEDVEŠEK PUŠNIK d.d., Ljubljana	Gradnikove brigade 11, Ljubljana	www.medvesekpusnik.si
12.	MOJA DELNICA BPH d.d., Ljubljana	Dunajska 20, Ljubljana	/
13.	PERSPEKTIVA BPD d.d., Ljubljana	WTC Dunajska 156, Ljubljana	www.perspektiva.si
14.	PM & A BPD d.d., Ljubljana	Celovška 206, Ljubljana	/
15.	POTEZA d.d., Ljubljana	Dunajska 22, Ljubljana	www.poteza.si
16.	PRIMORSKI FINANČNI CENTER INTERFIN d.o.o., Koper	Pristaniška 12, Koper	/
17.	PUBLIKUM BORZNO POSREDOVANJE d.d., Ljubljana	Miklošičeva 38, Ljubljana	www.publikum.si
18.	VERITAS BH d.o.o., Maribor	Partizanska c. 30, Maribor	/

19.	ABANKA d.d., Ljubljana	Slovenska 58, Ljubljana	www.abanka.si
20.	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT d.d., Ljubljana	Šmartinska cesta 140, Ljubljana	www.ba-ca.si
21.	BANKA KOPER d.d., Koper	Pristaniška 14, Koper	www.banka-koper.si
22.	BANKA VIPA d.d., Nova Gorica	Erjavčeva 2, Nova Gorica	www.banka-vipa.si
23.	FACTOR BANKA d.d., Ljubljana	Železna 16, Ljubljana	www.factorb.si
24.	GORENJSKA BANKA d.d., Kranj	Bleiweisova 1, Kranj	www.gorenjska-banka.si
25.	KREKOVA BANKA d.d., Maribor	Slomškov trg 18, Maribor	www.krekova-banka.si
26.	NOVA LJUBLJANSKA BANKA d.d., Ljubljana	Šubičeva 2, Ljubljana	www.n-lb.si
27.	PROBANKA d.d., Maribor	Gosposka 23, Maribor	www.probanka.si
28.	SKB BANKA d.d., Ljubljana	Ajdovščina 4, Ljubljana	www.skb.si
29.	SLOVENSKA ZADRUŽNA KMETIJSKA BANKA d.d., Ljubljana	Kolodvorska 9, Ljubljana	www.szkbanka.si

Vir: Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, 2002.