

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

ETIČNE DILEME INSIDERSTVA V SLOVENIJI

Ljubljana, februar 2006

MELITA PERME

IZJAVA

Študentka Melita Perme izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Miroslava Glasa in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 07.02.2006

Podpis:_____

KAZALO

1	UVOD	1
2	FINANČNI TRG	2
3	ETIKA IN POSLOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ	4
3.1	Temeljni koncepti poslovne etike.....	4
3.2	Kaj je poslovanje na podlagi notranjih informacij in kdo je insider	6
3.3	Zgodovina poslovanja na podlagi notranjih informacij	8
3.4	Teorije o pozitivnih učinkih poslovanja na podlagi notranjih informacij	8
3.4.1	Poslovanje na podlagi notranjih informacij kot način nagrajevanja podjetnikov	9
3.4.2	Poslovanje na podlagi notranjih informacij deluje anticiklično	10
3.5	Negativni učinki poslovanja na podlagi notranjih informacij.....	11
3.5.1	Vpliv na strošek financiranja.....	11
3.5.2	Poslovanje na podlagi notranjih informacij zmanjšuje ugled podjetja	11
3.5.3	Poslovanje na podlagi notranjih informacij zvišuje stroške prevzema	12
4	PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SVETU	13
4.1	Pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij v ZDA.....	13
4.1.1	Člen 16 ameriškega Zakona o trgu vrednostnih papirjev	14
4.1.2	Člen 10 ameriškega Zakona o trgu vrednostnih papirjev	15
4.2	Pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij v Evropi	16
4.2.1	Francija.....	16
4.2.2	Nemčija	17
4.2.3	Velika Britanija	17
4.2.4	Nizozemska	18
4.2.5	Španija.....	18
5	PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI	19
5.1	Zakon o trgu vrednostnih papirjev.....	19
5.1.1	Pojem notranje informacije	20
5.1.2	Prepoved uporabe notranjih informacij	22
5.1.3	Dolžnost poročanja o poslih	23
5.1.4	Opravljanje nadzora nad poslovanjem z notranjimi informacijami s strani ATVP.....	24
5.1.5	Preventivna oblika preprečevanja zlorabe notranjih informacij	25
5.1.9	Kršitve prepovedi uporabe notranjih informacij.....	25
5.2	Kazenski zakonik RS	26
6	DOMNEVNI PRIMERI INSAJDERSTVA V SLOVENIJI	26
6.1	Kolinska	26
6.2	Gorenje.....	28

6.3 Lek	30
7 ORGANI PREGONA INSIDERSTVA V SLOVENIJI	32
7.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)	33
7.2 Ljubljanska borza.....	34
7.3 Tožilstvo.....	35
7.4 Sodišča	36
8 PREVENTIVNI UKREPI ZA PREPREČEVANJE ZLORABE.....	38
9 ANKETA.....	39
10 SKLEP.....	43
LITERATURA.....	45
VIRI.....	50
PRILOGE	

1 UVOD

Prepričanje, da so poslovni ljudje na eni in morala na drugi strani dve skoraj nezdržljivi kategoriji, je sicer staro skoraj toliko kot civilizacija, v kateri živimo, vendar vse več naprednih poslovnih ljudi z vsega sveta, iz različnih javnih ter zasebnih dejavnosti, verjame v pomen etike pri poslovanju. V diplomskem delu se bom omejila na eno izmed goljufij in prevar na finančnih trgih, na poslovanje na podlagi notranjih informacij, ki omogoča visoke zaslužke tistim, ki imajo zaradi svojega položaja ali določenega spleta okoliščin možnost pridobitve informacije, ki pomembno vpliva na tečaj vrednostnih papirjev, pred drugimi. Tako ravnanje zmanjšuje zaupanje malih vlagateljev v trg vrednostnih papirjev in se odraža v neučinkoviti alokaciji kapitala. Za malega vlagatelja je pomembno, da je poslovanje čimbolj javno, pošteno, pregledno in varno organizirano.

Namen diplomskega dela je preučiti poslovanje na podlagi notranjih informacij pri nas in v svetu. S tremi primeri domnevne zlorabe notranjih informacij pri nas bom pokazala, da se slovenska poslovna javnost premalo zaveda, da izkoriščanje notranjih informacij slabi zaupanje v borzno trgovanje, da je to prepovedano in kaznivo ter nenazadnje nemoralno in neetično. Z anketo, ki sem jo izvedla, bom skušala ugotoviti, ali se udeleženci na trgu sploh zavedajo kaznivosti zlorabe notranjih informacij, ali znajo definirati notranjo informacijo in trgovanje na podlagi notranjih informacij ter kaj bi storili sami in po njihovem mnenju povprečni slovenski poslovnež, če bi imeli na razpolago notranje informacije.

Diplomsko delo ima devet vsebinskih sklopov. Prvo poglavje je namenjeno kratki predstavitvi finančnega in kapitalskega trga, saj se diplomsko delo osredotoča le na zlorabo notranjih informacij na področju vrednostnih papirjev, čeprav je pojem insiderstva zelo širok in posega na različna vsebinska področja (npr. javnosti nepoznana poškodba športnika vodi k boljši odločitvi pri športnih stavah; s predvideno gradnjo avtocest so povezane cene zemljišč).

V drugem poglavju bom navedla temeljne koncepte poslovne etike ter natančneje opredelila pojme, povezane z insiderstvom. Sledil bo zgodovinski pregled pojava, saj trgovanje na podlagi notranjih informacij ni nastalo šele z razvojem finančnega trga. Pohlep, strastna želja prisvajati si dobrine, slavo, izkoriščanje privilegiranega položaja je del človeške narave. Nekateri ekonomisti v nasprotju s pravniki menijo, da je trgovanje z notranjimi informacijami družbeno koristno in ima pozitivne posledice. Po Manneu in drugih avtorjih, ki se strinjajo z njim in njegovo razmišljanje razvijajo naprej, bom povzela glavne razloge, ki govorijo v prid trgovanju z notranjimi informacijami.

Pravno so poslovanje na podlagi notranjih informacij najprej uredile ZDA, Evropa jim je sledila precej kasneje. V četrtem poglavju bom na kratko prikazala pravno ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij v ZDA ter v Evropi. Navedla bom prve primere uspešno zaključenih sodnih procesov zoper insiderje v Franciji, Nizozemski in Španiji. V petem poglavju bom

podrobno opisala razvoj pravne ureditve tega področja v Sloveniji ter navedla novosti, ki jih je prinesel ZTVP-1A, ki je začel veljati avgusta 2004.

Na Slovenijo se nanaša šesto poglavje. V okviru tega poglavja bom podrobno predstavila tri domnevne primere zlorab notranjih informacij pri nas, ki prikazujejo neetičnost glavnih protagonistov ter premajhen interes sodstva in tožilstva za preganjanje tovrstnega kaznivega dejanja. V sedmem poglavju bom opisala vlogo ATVP, Ljubljanske borze, tožilstva in sodišča pri preganjanju poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji. Insiderstvo je izredno težko odkriti in dokazati, zato bom v osmem poglavju navedla nekaj preventivnih ukrepov, ki so se pojavili v praksi. Namen zadnjega poglavja je prikazati rezultate ankete, ki sem jo izvedla med dodiplomskimi, podiplomskimi študenti in poslovneži, ki so zaposleni v enem izmed slovenskih podjetij.

2 FINANČNI TRG

Trg kapitala skupaj s trgom denarja tvori finančni trg. V gospodarskih sistemih obstajajo gospodarski subjekti, ki v določenem obdobju porabijo manj sredstev kot jih potrebujejo, ter subjekti s tekočimi prihodki, manjšimi od njihove tekoče porabe. Tako nastajajo suficitne in deficitne gospodarske celice. Naloga finančnega sistema, sestavljenega iz finančnih institucij in finančnih trgov, je omogočiti pretok finančnih presežkov od suficitnih na deficitne ekonomske celice. Da je ta pretok učinkovit, je potrebno zaupanje akterjev na finančnem trgu. Pri posredovanju finančnih sredstev lahko nastopajo tudi finančni posredniki, ki dobijo v upravljanje sredstva investitorjev in zagotavljajo učinkovitejšo alokacijo.

Trg kapitala se deli na trg dolgoročnih posojil in trg vrednostnih papirjev. Trg vrednostnih papirjev je trg standardiziranih finančnih oblik, kjer se kupec in prodajalec praviloma ne poznata, temveč trgujeta preko posrednikov. Razdelimo ga na primarni in sekundarni trg vrednostnih papirjev. Primarni trg so nove izdaje vrednostnih papirjev posameznih podjetij, ki jih izdajatelj ponudi v odkup kupcem prvič, namen izdaje je pridobitev novih sredstev. Drugi del trga vrednostnih papirjev je sekundarni trg, kjer se trguje z že izdanimi vrednostnimi papirji (Jemenšek, 2005, str. 6).

Borza vrednostnih papirjev je organiziran, sekundarni trg vrednostnih papirjev. Tu se srečujeta ponudba in povpraševanje po vrednostnih papirjih. Cena ali tečaj vrednostnega papirja se določa na trgu glede na ponudbo in povpraševanje po vrednostnih papirjih. V ozadju obeh je pričakovana donosnost podjetij, če gre za delnice podjetij, in pričakovanja o tržni obrestni meri, če gre za obveznice (Ribnikar, 1994, str. 77). Pri tem je treba ločevati med kratkotrajnimi spremembami tečajev, ki so morda posledica špekulativnih vplivov, in poudarjenimi trendi gibanja donosnosti vrednostnih papirjev, ki izražajo stanje na finančnem trgu in s tem gospodarske razmere (Zbašnik, 1994, str. 23).

Na borzi ni mogoče trgovati z vsemi vrednostnimi papirji. Izdajatelj vrednostnega papirja mora pred uvrstitvijo v borzno kotacijo izpolniti določene pogoje. Ti pogoji pomenijo za morebitnega vlagatelja določeno varnost naložbe. Seveda mora tudi borza izpolniti določene pogoje pri poslovanju z vrednostnimi papirji. Poleg varnosti naj bi borzno trgovanje zagotavljalo tudi (Štravs, Ribič, Jagodic, 1995, str. 14):

- **Transparentnost**, kar pomeni, da sta trgovanje in poslovanje na borzi pregledna, jasna in javna tako za prodajalce kot za posrednike, kupce in druge. Vse tržne informacije (objavlja se tečajnica) so razpoložljive vsakomur takoj, kar zagotavlja nakup ali prodajo pod enakimi pogoji.
- **Likvidnost**, ki pomeni, da je borzni trg sposoben ublažiti nenavadne spremembe obsega ponudbe oziroma povpraševanja, ne da bi prišlo do pretiranih nihanj cen.
- **Poštenost** je tista lastnost borze, ki vsem udeležencem trgovanja zagotavlja enake možnosti za poslovanje.
- **Učinkovitost**, saj je borza organizirana tako, da na njej trgujejo pooblaščen in zapriseženi posredniki, blago, s katerim trgujejo, je standardizirano in tipizirano.

Pri borznih naložbah gre za negotova vlaganja, saj je donosnost naložbe odvisna od kasnejšega dogajanja. Vsak vlagatelj išče zase najugodnejše razmerje med donosnostjo in tveganjem naložbe. Borza mu s svojo organiziranostjo ponuja možnost izbrati najustreznejšo naložbo. Ker je tudi borza vrsta trga, velja, da je delovanje vlagateljev odvisno od njihove obveščenosti, čeprav je res, da se vlagatelji med seboj razlikujejo tudi po svojih sposobnostih. Vsak vlagatelj mora imeti enake možnosti dostopa do informacij, na podlagi katerih se bo lahko naprej odločal po svojih sposobnostih. Pomembno je tudi, da obstaja enaka možnost dostopa do informacij za vse vlagatelje v vsakem trenutku. Borzni tečaj je najbolj natančen izraz kvalitete podjetja samo takrat, kadar izraža vse informacije, ki se nanašajo na podjetje oziroma na njegove delnice. Če tečaj ni realen in ne odseva resnične vrednosti dolžnika, potem bodo zaradi tega sorazmerno zgrešene tudi odločitve vlagateljev. Nerealni tečaji na borzi onemogočajo ekonomsko funkcijo borze, kar pomeni, da vlagatelji svojih prihrankov ne bodo učinkovito uporabili, s tem pa se slabša učinkovitost borze (Špec, 1996, str. 62).

Da trg učinkovito deluje, je potrebno zaupanje investorjev. V kolikor le-ti ne zaupajo v trg in finančne instrumente trga, je prenos sredstev nemogoč. Za vzpostavitev zaupanja so potrebna točno določena pravila in nadzor nad spoštovanjem teh pravil. Učinkovitost delovanja trga kapitala ne morejo zagotoviti samo tržne sile, na primer s samoregulativo udeležencev na trgu, temveč sta ustrezna pravna ureditev in nadzor udeležencev nujna. Cilji pravne ureditve in nadzora so (Insider trading, 1998):

- zaščita investorjev;
- zagotovitev, da je trg pošten, učinkovit in transparenten;
- Zmanjšanje sistematičnega tveganja.

Potrebna je torej zakonodaja, ki ureja trg vrednostnih papirjev ter neodvisna institucija, ki izvaja nadzor nad akterji na trgu vrednostnih papirjev.

3 ETIKA IN POSLOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ

3.1 Temeljni koncepti poslovne etike

Poslovna morala išče svojo pravo mesto v svobodnem medprostoru, ki je poslovnemu človeku na voljo med obveznostmi, ki so definirane z gospodarskim, obligacijskim pravom in pravnim redom nasploh, znotraj socio-sistema, v katerem posluje, na eni strani, in nujnostjo brezpogojnega podrejanja zakonom trga in tehnično-tehnološkimi standardom, ki jih določajo legitimne institucije ter ustrezne znanosti in stroke, na drugi strani. Poslovna morala se kaže v prostovoljno izbrani pokornosti poslovnim običajem, ki so s pomočjo tradicije uvrščeni v neko socio-gospodarsko okolje kot vzoren način gledanja in veljaven standard ocenjevanja stvari, postopkov in obnašanja posameznikov in skupin na področju gospodarjenja. Vsaka morala se začne šele tam, kjer preneha nujnost kakršnekoli kavzalnosti, determinacije ali prisile, utelešena v heteronomnosti volje, odpira pa se prostor-čas svobode, v katerem je možno in potrebno (ne pa tudi nujno) nekaj odločiti, narediti ali oceniti kot takšno (Jelovac, 1997, str. 37).

Na finančnih trgih je mogoče s tehnično popolnim dejanjem pridobiti veliko materialno korist, in sicer tako, da se izognemo zakonom in izkoristimo pravno praznino. Človekova svoboda se kaže v tem, da svobodno pridobiva premoženje, vendar pozablja na to, da se njegova svoboda neha tedaj, ko trči v svobodo drugega. Poleg najrazličnejših meril in norm, s katerimi ocenjujemo delovanje in dejanja ljudi in njih same, uporabljamo tudi moralne kriterije. Osebnost imamo za strokovno bolj ali manj usposobljeno, njena dejanja so bolj ali manj strokovna, ocenjujemo pa tudi moralno stran teh dejanj, pri čemer ugotavljamo, ali je bilo prav, da je nekdo nekaj storil ali ne. Ob vsakem dejanju se sprašujemo o več stvareh: ali je to koristno, je primerno, je skladno s stroko, se splača itd. Ob tem pa ne moremo mimo kočljivega vprašanja: ali je to dejanje moralno dobro, se pravi, ali je prav, da je oseba nekaj storila ali ne?

Redkokatera dejavnost temelji bolj na zaupanju med strankami kot prav področje poslovanja z vrednostnimi papirji. Ne glede na to, da je v vseh razvitih okoljih borzno poslovanje urejeno s številnimi zakonskimi in podzakonskimi akti, ostaja dejstvo, da noben predpis ne more preprečiti konfliktov interesov, če udeleženci trga ne delujejo v skladu z etičnimi načeli, na katerih temeljijo ti zakonski akti.

Temeljna značilnost finančnih produktov je, da output finančne dejavnosti ni nek otipljiv proizvod ali neka enostavno določljiva storitev, katere korist bi stranka (investitor) občutila neposredno in takoj. Storitve, ki jih ponuja finančna dejavnost, niso otipljive, koristi, ki jih ima kupec tovrstnih storitev, pa so le stežka merljive oziroma so odložene v prihodnost. Žal se prav v

finančni dejavnosti vsak dan najdemo v okoliščinah, ko lahko naše ravnanje hitro postane neetično.

Avera (1994, str. 13) navaja tri glavne razloge, ki ogrožajo etično vedenje udeležencev v finančni dejavnosti:

- dnevno se pretakajo velike denarne vsote,
- v dejavnosti vlada velika konkurenca,
- narava oseb, ki delajo v tem poslu, je taka, da so usmerjeni k uspehu.

V nobeni drugi panogi se ne pretakajo tako veliki denarni zneski kot v financah. Dejstvo, ki logično izhaja iz opredelitve in narave financ, lahko postane problematično, če osvetlimo, kako ljudje vidijo te velike zneske. Večina ljudi se sčasoma navadi na številne milijone in milijarde in pri vsakdanjem delu so to zanje zgolj številke s šestimi, devetimi ali več ničlami na koncu. Tako ni čudno, če si lepega dne kdo pri sebi reče: »Vsak dan milijon sem, milijon tja kaj, če bi šel kakšen z menoj?« Druga grožnja etiki v tem poslu je velika konkurenca, ki vlada med udeleženci. Vsakdo bi rad bil največji, najuspešnejši, imel največ prometa, največje sklade, največ strank. S konkurenco je povezana tudi tretja grožnja za etiko, in sicer značaj ljudi, ki delajo v finančnih storitvah. Zanje je značilno, da so zelo usmerjeni k uspehu. Bili so dobri študentje, celo življenje so bili uspešni, porazov niso poznali (morda jih niso priznali), saj so za zmago pripravljeni nase prevzeti še dodaten napor, delati nadure, da bi uspeli, so pripravljeni iti na najbolj nemogoče konce sveta, se neprenehoma izobraževati. Kadar jim vsi ti legitimni osebni napor ne zadoščajo za doseg zmage, pa se nekateri od njih odločijo, da prestopijo črto med legitimnim in neligitimnim.

Ne glede na to, da je zaupanje in etično vedenje vseh udeležencev na trgu vrednostnih papirjev odločilnega pomena za obstoj samega trga, je vprašanje etike sorazmerno slabo obdelano v literaturi, ki obravnava investicijsko bančništvo in vrednostne papirje. Zato se moramo pri obravnavi moralnih dilem, s katerimi se udeleženci srečujemo pri poslovanju, zanašati na lastni občutek in primere iz tujine. V nadaljevanju bom povzela Kuhna in Lamba (1990, str. 191-198), ki opredeljujeta nekatera tipična dejanja v investicijskem bančništvu in z njimi povezana odprta moralna vprašanja:

- **Konfliktnost interesov** je najbolj splošna pojavna oblika etičnih vprašanj poslovanja. V konfliktu interesov se udeleženec na trgu znajde zmeraj, ko nastopa v več vlogah pri kakem dejanju. Borzni posrednik tako na primer zastopa interese dveh strank, od katerih si ena želi nekaj čim ceneje kupiti, druga pa čim dražje prodati, ali pa si oba želita isto čim ceneje kupiti in pri tem medsebojno nehoti dvigujeta ceno in ipd. Kateri od teh strank bo borzni posrednik dal prednost? Morda je ena izmed strank njegov prijatelj ali znanec? Morda je od rezultatov, ki jih ustvari borzni posrednik, odvisno njegovo napredovanje ali pa stimulacija pri plači, zato svetuje stranki v nasprotju z njenimi interesi?

- **Zaupnost** je bistven element v financah in pri poslovanju z vrednostnimi papirji. Razkritje pomembne informacije nepooblaščenim osebam lahko povzroči veliko škodo tistim, ki so nam sporočili zaupno informacijo. Žal v vsakdanjem poslovnem življenju ni tako preprosto obdržati poslovne informacije v tajnosti, če želimo izpeljati določen posel. Pri tem se postavlja vprašanje, komu in kaj povedati.
- **Razkritje podatkov** lahko definiramo kot nasprotje zaupnosti podatkov. Oboje, tako zaupnost kot razkritje, je namenjeno skrbi za poštenost na trgu vrednostnih papirjev. Ko govorimo o razkritju, mislimo na dolžnost izdajateljev in udeležencev na trgu, da podajo o sebi točno, vestno in popolno informacijo ter da pri tem ne izpustijo nobenega pomembnega dejstva.
- **Komuniciranje z javnostjo** je lahko vprašljivo takrat, ko namerno pustimo, da iz podjetja kapljajo napačne informacije. Čeprav imamo v takih primerih prednost pred konkurenco (saj imamo samo mi pravo informacijo), je tako pridobljena zmaga zgolj kratkoročne narave, dolgoročno zaradi takih potez izgublja ves trg.
- **Trgovanje za lasten račun** je v tesni povezavi s konfliktnostjo interesov pri odnosih s strankami. Ali bomo zlorabili odločitve, ki jih bomo opravili za račun strank pri posredovanju in gospodarjenju (upravljanju sredstev), tako da jih bomo obrnili sebi v prid? Ali bomo pred izpolnitvijo strankinega naročila hitro poskrbeli še za svoj račun.
- **Poslovanje na podlagi notranjih informacij.**

Delovanje trga v smislu Adama Smitha bi načeloma usmerjalo vse udeležence k etičnemu ravnanju, vendar le, če bi bila konkurenca popolna in še to le na dolgi rok. Ker je na prostem trgu očitno zadosti široko »sivo« področje med sprejemljivim in nesprejemljivim, je dovolj možnosti, da se posameznik vede nesprejemljivo. Najbolje je, če si pri iskanju odgovora na vprašanje etičnosti naših odločitev pomagamo z naborom meril kot so npr. kodeks poklicne etike finančnikov, kodeks poklicne etike borznih posrednikov, interni pravilniki.

3.2 Kaj je poslovanje na podlagi notranjih informacij in kdo je insider

Na borzi vrednostnih papirjev vsak dan trguje množica različnih vlagateljev. Osnovna predpostavka je, da trgujejo na podlagi javno dosegljivih informacij. Podjetja, ki kotirajo na borzi, morajo namreč ažurno objavljati vse pomembne informacije o svojem poslovanju, ki bi lahko vplivale na odločitve investitorjev. Če tega ne storijo, lahko pride do zlorabe neobjavljenih informacij na škodo povprečnih investitorjev. Drugače rečeno, lahko se pojavijo »igralci z označenimi kartami«. Pri poslovanju na podlagi notranjih informacij posameznik ali nekaj udeležencev nastopa s privilegiranim dostopom do drugim neznanim notranjim informacijam. Države, ki želijo imeti razvit trg kapitala, zato takšno trgovanje preganjajo (Lahovnik, 2003, str. 12).

Izraz insider se je v angleščini uveljavil za osebe, ki pred drugimi prejmejo informacije, ki so pomembne za tečaj vrednostnega papirja (npr. informacijo o neizplačanih dividendah, o

prevzemu družb, pomembnih poslovnih dosežkih podjetja ipd.), s katerim se javno trguje. Samo dejstvo, da je nekdo insider oziroma tako imenovana notranja oseba, samo po sebi še ne predstavlja problema. O poslovanju na podlagi notranjih informacij lahko govorimo šele takrat, ko insider takšne informacije, za katere je zvedel pred drugimi, uporabi za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev, ali pa jih sporoči tretji osebi, ki jih potem uporabi kot osnovni dejavnik pri odločanju o nakupu ali prodaji vrednostnega papirja, na katerega se informacije nanašajo

Veselinovič (2000, str.18) loči tri skupine subjektov, ki veljajo za insiderje:

- primarne (izvirne) osebe z notranjimi informacijami,
- potencialne (sekundarne ali naključne) osebe z notranjimi informacijami,
- dejanske osebe z notranjimi informacijami.

Primarne osebe so tiste, ki notranje informacije dobijo avtomatično zaradi svojega položaja, strokovnosti, kapitalske povezanosti. Potencialne osebe z notranjimi informacijami smo vsi, ki lahko kadarkoli pridemo do cenovno občutljivih informacij. Ko prejmemo informacijo, se iz potencialne osebe spremenimo v dejansko osebo z notranjimi informacijami (Veselinovič, 2000, str. 17).

Potencialnih insiderjev je vedno veliko. Lahko je to tajnica, taksist, ki pri prevažanju strank iz njihovega pogovora razbere notranje informacije. Insider je teoretično lahko celo skladiščnik, ki med prvimi ve, ali gre prodaja nekemu podjetju dobro ali slabo. Zanimiv je avstralski primer, ko je bila insiderka snažilka, ki je vsak večer, ko je pospravljala direktorjevo pisarno, pregledala tudi njegove papirje. Odkrili so jo tako, da so ji nastavili past. Takšnih pasti v Sloveniji zaenkrat še ni mogoče nastavljeni (Smrekar, 2002, str. 2).

Meja med privatno in notranjo informacijo je meglena, težko določljiva in še težje dokazljiva. Pri privatnih informacijah gre včasih le za lažji dostop do nekaterih podatkov, iz katerih lahko izpeljemo določene sklepe, izračune in analize. Tudi glavni dobavitelj podjetja je potencialni insider. Dobavitelj lahko sklepa o prihodnjih možnostih za uspeh podjetja ob velikih spremembah naročila. To mu daje edinstveno obliko privatne informacije, vendarle ni nujno, da dobavitelja označimo kot insiderja (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 102).

Direktiva Evropske unije 89/592/EEC, ki ureja trgovanje z notranjimi informacijami, deli insiderje na primarne in sekundarne. Primarni insider je oseba, ki ima informacije, ker je član v upravi, nadzornem svetu, ima kapitalsko udeležbo pri izdajatelju vrednostnega papirja ali pa dostop do informacij zaradi poklica, zaposlitve in dolžnosti. Sekundarni insiderji so tisti, ki pridejo do informacije v stiku s primarnim insiderjem ali se kako drugače dokopljejo do nje. Strožja prepoved velja za primarne insiderje (Council directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, 1989).

3.3 Zgodovina poslovanja na podlagi notranjih informacij

Poslovanje na podlagi notranjih informacij ni nekaj, kar bi nastalo z razvojem trgovanja z vrednostnimi papirji na borzi, temveč je na borzah prisotno že od samega začetka njenega delovanja. Izkoriščanje prednosti, kar v primeru zlorabe notranje informacije pomeni izkoriščanje informacijske prednosti, je verjetno naravna lastnost človeka.

Okoriščanje z notranjimi informacijami je znano že v antiki, kjer so se posamezniki, ki so pred drugimi izvedeli za izide bitk, okoriščali s prodajami in nakupi določenega blaga (Veselinovič, 2000, str. 16). Takrat so pomenili vojaški in politični dogodki, kot so bile spremembe na prestolih in izidi bitk, pomembne novice, s katerimi so lahko manipulirali in tudi vplivali na tečaje.

Že okrog leta 1690 se je po pisanju Braudela na amsterdamski borzi vrednostnih papirjev baron Jouasso, izredno bogat haaški Jud, pred nekim poslanikom bahal, da bi lahko priigrjal sto tisoč zlatnikov, če bi za smrt španskega kralja Karla II zvedel pet ali šest ur prej, preden bi bilo to v Amsterdamu javno objavljeno. V Amsterdamu so bile v 17. stoletju kavarne navadno v bližini borz, vanje pa so zahajali borzni posredniki, da so ljudem sporočali ceno vrednostnih papirjev. Pri tem je potrebno poudariti, da takrat še ni bilo uradnih tečajev, ki bi omogočali pregled gibanja cen vrednostnega papirja, zato so bili ljudje odvisni od poročil borznih posrednikov, ki pa so bila lahko tudi lažna (Špec, 1996, str. 39).

Podobni primeri se tedaj niso dogajali samo na stari celini, temveč tudi na drugi strani Atlantika. Aleksander Hamilton, takratni guverner zakladnice ZDA, je leta 1770 predlagal, naj nova zvezna vlada prevzame dolgove države glede na njihovo nominalno vrednost. Državni papirji so bili tedaj vredni samo 10% njihove nominalne vrednosti. Za imetnike takih papirjev je bila torej priložnost za velike dobičke. Nekateri kongresniki so vedeli za načrt, zato so svojim agentom naročili nakup takih papirjev po znižani (takratni) ceni, še preden je ta novica postala javna. Ker takrat še ni bilo ustrezne zakonodaje, tudi Thomas Jefferson in James Madison, kljub jezi, menda nista mogla ukreniti ničesar (Špec, 1996, str. 40).

Vrednotenje takšnega ravnanja se je z razvojem kapitalskega trga in čedalje večjim krogom boznih udeležencev počasi preveselilo v ne samo neetično ravnanje, temveč tudi v ravnanje, ki ga je potrebno zakonsko urediti.

3.4 Teorije o pozitivnih učinkih poslovanja na podlagi notranjih informacij

Poslovanje na podlagi notranjih informacij je najprej postalo predmet presoje pravne stroke. Negativni moralni presoji izkoriščanja informacijske prednosti v poslih na borzi kot tudi zunaj nje, ki naj bi pomenila obogatitev ene stranke na račun druge, se je kmalu pridružilo še pravno sankcioniranje tovrstnega ravnanja. Šele v 60 letih prejšnjega stoletja, nekako 30 let po prvi

sprejeti zakonodaji, se je v ZDA pojavilo prvo ekonomsko razmišljanje o bolj ali manj pozitivnih učinkih poslovanja na podlagi notranjih informacij, ki ga pravna in ekonomska literatura še danes obravnava z večjo ali manjšo naklonjenostjo. Nekatere ekonomske raziskave namreč označujejo poslovanje na podlagi notranjih informacij za gospodarsko koristno in s tem postavljajo vprašanje o smiselnosti njegovega pravnega sankcioniranja.

Knjiga Henryja Mannea o učinkih in vlogi poslovanja na podlagi notranjih informacij je prvo ekonomsko razmišljanje. Hkrati je to prvo delo, ki pojava ne označuje kot negativnega, marveč za gospodarstvo pozitivnega. Glavni trditvi, ki izhajata iz tega dela, sta, da poslovanje na podlagi notranjih informacij (Manne, 1966, str. 77):

- pomeni najprimernejši način nagrajevanja podjetnikov,
- zmanjšuje nihanje tečajev po objavi pomembnih informacij.

3.4.1 Poslovanje na podlagi notranjih informacij kot način nagrajevanja podjetnikov

Poslovanje na podlagi notranjih informacij je po Manneovem mnenju edini primeren način za plačilo opravljenega dela podjetnikom. Manne razlikuje managerski in podjetniški način dela. Meni, da ima manager le učljivo, mehanično sposobnost in opravlja le rutinske naloge, medtem ko podjetnik ustvarja novo kombinacijo produkcijskih faktorjev ter ga primerja z izumiteljem. Podjetniku pripisuje vlogo nosilca kapitalizma in ustvarjalca pogojev za dobiček, zato mu za nagrado ponuja dobiček iz poslovanja na podlagi notranjih informacij, ki pomeni dodatek k siceršnjemu plačilu (Manne, 1966, str. 115).

Klainguti očita Manneu, da ni pojasnil, zakaj bi podjetniki morali imeti korist, če gre za slabše novice. Zaradi negativne informacije podjetniki prodajajo delnice podjetja in se tako izognejo škodi ali jo preložijo na pleča drugih (Špec, 1996, str. 58). Dingeldey mu očita nedopustno posploševanje, saj podjetnika ne moremo vzpodbuditi z obljubo udeležbe pri izumih ali na temelju gibanja tečajev, ki so posledica številnih nepredvidljivih dejavnikov (Špec, 1996, str. 59).

Manne po številnih očitkih tudi sam priznava, da bi se pri nesankcioniranju poslovanja na podlagi notranjih informacij ponudile insiderjem številne možnosti za različne manipulacije. Tako na primer obstaja velika možnost, da bodo podjetniki zavlačevali z javnim razkritjem pomembnih informacij. Na to opozarjajo tudi številne novejšje raziskave. Ausubel v svoji raziskavi iz leta 1990 omenja Brudneyevo in Easterbrookovo študijo, v kateri avtorja ugotavljata, da možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij spodbuja insiderje k zavlačevanju razkritja informacij (Špec, 1996, str. 59).

3.4.2 Poslovanje na podlagi notranjih informacij deluje anticiklično

Insider, ki ima na voljo notranjo informacijo, jo lahko izrabi samo do trenutka, ko ta postane dostopna vseh javnosti. Insider bo torej, če bo šlo za pozitivno informacijo v zvezi z delnico, to delnico kupoval, preden bo informacija postala javna. V nasprotju z drugimi bo namreč sam lahko vedel, da tečaj delnice zaradi pozitivnega dogodka trenutno ni realen oziroma je podcenjen. Razkritje pozitivne informacije povzroči v racionalnem gospodarstvu povečano povpraševanje po tej delnici. To privede do povečanja tečaja oziroma do višjega realnega tečaja delnice. Po razkritju pozitivne informacije bi moral tečaj delnice, na katero se informacija nanaša, zaradi povečanega povpraševanja porasti. Insider lahko iz notranje informacije ustvari dobiček le, če delnice nakupi pred razkritjem pozitivne informacije in jih proda po višjem tečaju, ki se pojavi po javnem razkritju informacije. Njegov dobiček je v tem primeru razlika med tečajem, po katerem je delnico sam kupil, in tečajem, po katerem je delnico prodal. S tem, ko bo insider delnice kupil pred javnim razkritjem informacije, bo povečal povpraševanje po njih. To bo zvišalo tečaj in tako bo insider prevzel določen del spremembe cene, ki bi se sicer pojavila po javnem razkritju informacije. Sprememba tečaja oziroma nihanje tečaja bo po javnem razkritju informacije po Manneovem mnenju manjša. Če ne bi bilo trgovanja na podlagi notranjih informacij, bi se po njegovem mnenju iz enakega razloga pojavila tudi večja nihanja tečajev kakor pri trgovanju na podlagi notranjih informacij (Špec, 1996, str. 60).

Razmišljanje Mannea razvija tudi Wu, ki poudarja, da trgovanje na podlagi notranjih informacij izboljšuje učinkovitost borze in s tem omogoča tudi boljšo alokacijo kapitala. Insiderji bodo z nakupi zaradi dobre novice ali s prodajami zaradi slabe tečaj približevali realnemu in slednjega vzpostavili hitreje. Vendar bi bil takšen vpliv mogoč le, če bi trgovali z delnicami v velikem številu, oziroma da trgovanje insiderjev prepoznajo tudi drugi nepoučeni vlagatelji. To je v primeru, da se insiderstvo šteje za kaznivo dejanje, v nasprotju s ciljem vsakega insiderja, ki je, da z delnicami trguje postopoma in v majhnem številu, ker se boji, da ga bodo odkrili, hkrati pa ima na voljo omejeno količino sredstev (Špec, 1996, str. 61).

Lisa Meulbroek je v raziskavi pregledala 230 primerov trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki jih je komisija SEC med letoma 1980 in 1989 sodno preganjala, in tako iz dokazanih primerov trgovanja na podlagi notranjih informacij presodila njihove učinke. V raziskavi je ugotovila, da se 53 odstotkov porasta tečaja delnice ciljnega podjetja pojavi pred dejanskim javnim razkritjem prevzema oziroma v dnevih, ko trgujejo insiderji. Še več, porast, ki se pojavi v dnevih njihovega trgovanja, je večji kot porast, ki se je zgodil takoj v dnevih po javnem razkritju informacije. Iz tega je sklepala, da trgovanje na podlagi notranjih informacij s premikanjem tečajev delnic precej povečuje njihovo točnost (Špec, 1996, str. 64).

Navedene pozitivne učinke poslovanja na podlagi notranjih informacij bi lahko dosegli tudi tako, da bi podjetja takoj objavila vse cenovno občutljive informacije.

3.5 Negativni učinki poslovanja na podlagi notranjih informacij

Nevedni vlagatelj se lahko zaveda, da njegovo mnenje o donosnosti njegove naložbe temelji samo na tečaju, ki mu ga posreduje borza, hkrati pa ve, da je lahko ta tečaj zaradi različno razširjenih informacij nerealen. Zagovorniki nadzora in zakonske ureditve najpogosteje razlagajo, da trgovanje na podlagi notranjih informacij (Groznik, 2002, str. 60-61):

- **Škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje**, saj se ustvarja neenakopraven položaj med udeleženci. Preostali vlagatelji, ki trgujejo sočasno z insiderji, so oškodovani, saj trgujejo po napačnih cenah.
- **Škoduje izdajateljem vrednostnih papirjev**, saj lahko managerji zaradi želje po trgovanju odlašajo s projekti in obveščanjem nadrejenih, kar lahko negativno vpliva na poslovne načrte podjetja ali vzpodbudi sprejemanje zelo tveganih projektov. Takojšnje natančne informacije so za sprejemanje odločitev pomemben dejavnik uspešnosti podjetja. Z odločanjem za izjemno tvegane projekte lahko vlagatelji, ki trgujejo na podlagi notranjih informacij, s temi projekti zaslužijo, in sicer ne glede na končno uspešnost projekta. Če kaže na uspeh projekta, kupujejo, sicer prodajajo.
- **Lahko ga označimo kot krajo pravic podjetju**. Informacije, ki nastajajo znotraj podjetja in jih vlagatelji pomagajo »proizvesti«, a jim to »proizvodnjo« omogoča njihov položaj v podjetju, so »last« podjetja, zato je okoriščanje z njimi kaznivo.

3.5.1 Vpliv na strošek financiranja

Bhattacharya in Daouk (2002, str. 76) pravita, da se bodo v primeru, če so insiderji nekaznovani in obstaja velika verjetnost trgovanja na podlagi notranjih informacij, trgovci na takem trgu zavarovali tako, da bodo zvišali prodajne cene in znižali nakupne ter povečali prodajno-nakupni razpon. To zvišuje transakcijske stroške pri trgovanju z vrednostnimi papirji in zvišuje stroške financiranja podjetja. Povprečen strošek kapitala na kapitalskem trgu se ne spremeni s sprejetjem ustrezne zakonodaje, šele prva obsodba trgovanja na podlagi notranjih informacij zniža povprečen strošek kapitala.

Tudi Mramor (Čeh, 2002, str. 9) pravi, da je v državah, kjer je bila že izrečena kazen za trgovanje na podlagi notranjih informacij, strošek kapitala, torej zahtevana donosnost delnic, nižja kot v državah, kjer tega še niso storili. Nižja pa je zato, ker so delnice manj tvegane, saj je manj verjetnosti za krajo.

3.5.2 Poslovanje na podlagi notranjih informacij zmanjšuje ugled podjetja

Podjetja, ki informacij ne objavijo skladno z zakoni in predpisi in dopuščajo možnost trgovanja z notranjimi informacijami, ne uživajo ugleda pri investitorjih, predvsem zato, ker večina meni, da

je insiderstvo nepravilno. Družbe si s takim ravnanjem zmanjšujejo ugled v javnosti in se izpostavljajo tveganju denarnih kazni ter tožbam, ki bi jih zaradi povzročene škode lahko vložili investitorji (Klemenc, 2002, str. 9). Veselinovič (2000, str. 17) meni, da tudi slaba informacija izboljša odnos z delničarji. Veliko managerjev ne razume, da je treba objaviti tudi slabo novico. Nekatera podjetja v Sloveniji še vedno vodijo konzervativni posamezniki, ki mislijo, da je treba slabo novico prikivati. Vodstvo si zaupanja do delničarjev ne pridobi samo v dobrem, temveč tudi z odkritostjo v slabem poslovnem obdobju.

3.5.3 Poslovanje na podlagi notranjih informacij zvišuje stroške prevzema

Pri prevzemih podjetja poskuša prevzemno podjetje nakupiti kontrolni delež v ciljnim podjetju, saj je nakup delnic takega podjetja po mnenju prevzemnega podjetja dobra naložba. Delnice ciljnega podjetja so po mnenju prevzemnega podjetja podcenjene, zato je nakup ciljnega podjetja ali njegovih delnic za prevzemno podjetje smiseln (Špec, 1996, str. 67).

Stroški prevzema podjetja so toliko višji, kolikor je višji tečaj delnic podjetja. To se lahko zgodi tudi zaradi poslovanja na podlagi notranjih informacij, ko insiderji nakupujejo delnice ciljnega podjetja, še preden je o nameravane prevzemu seznanjena javnost. Da bi se prevzem uspešno končal, mora prevzemno podjetje delničarjem ciljnega podjetja ponuditi dovolj vabljivo ponudbo za odkup njihovih delnic. Ta ponudba mora biti višja od cene, ki trenutno velja na borzi za delnice ciljnega podjetja. Delničarji ciljnega podjetja lahko zaradi take ponudbe računajo na premijo, ki jim jo bo prevzemno podjetje izplačalo za odkup delnic ciljnega podjetja. Premija oziroma dobiček delničarja ciljnega podjetja je torej razlika med tržno ceno delnic ciljnega podjetja in obljubljen oziroma ponujeno ceno za delnico istega podjetja, ki jo ponudi prevzemno podjetje. Prevzemna družba, ki začne postopek prevzema pri določenem tečaju, mora zaradi naraščanja tečaja, ki ga povzročijo insiderji s svojimi nakupi, plačati za delnice ciljnega podjetja več, kot bi morala, če ne bi bilo trgovanja na podlagi notranjih informacij. Večje povpraševanje insiderjev po delnicah ciljnega podjetja lahko zato povzroči tudi višje stroške prevzema ali celo onemogoči prevzem določenega podjetja (Špec, 1996, str. 67).

Prevzemna premija v svetu zvišuje ceno delnice v povprečju za okoli 33%, v posameznih primerih pa tudi bistveno bolj. Če torej nekdo v podjetju ve za prevzem, vendar še to ni javna informacija, lahko z njo v povprečju zasluži 33% vrednosti delnic na račun tistih, ki te informacije še nimajo (Čeh, 2002, str. 8-9).

Tako kot v tujini je tudi v Sloveniji postala aktualna problematika trgovanja z notranjimi informacijami ob prevzemih in z njimi povezanih premijah, ki jih prejmejo delničarji prevzetih podjetij. Ne smemo zanemariti dejstva, da gre lahko tudi pri nas pri trgovanju z notranjimi informacijami za pridobitev velike premoženjske koristi. Ta lahko v posameznih primerih doseže in preseže tudi 100 milijonov tolarjev (Lahovnik, 2003, str. 12). V Sloveniji imajo prevzemi še dodatno negativno plat, in sicer postanejo delnice prevzetega podjetja tržno nezanimive v

trenutku, ko se prevzem uspešno zaključi. Pri nas so namreč vsa leta do sedaj pričakovanja glede rasti vrednosti delnic izhajala iz začetne podcenjenosti v upanju na morebitni prevzem. Dividendna donosnost večine delnic na Ljubljanski borzi je premajhna, da bi motivirala investitorje. Kakor hitro je v podjetju dosežen večinski lastniški delež, je verjetnost nadaljnjega kapitalskega povezovanja in novega prevzema bistveno manjša. Posledica tega je padec tečaja, običajno pod raven pred prevzemom, in drastično zmanjšanje prometa.

Doslej največji prevzem se je zgodil na Ljubljanski borzi jeseni 2002, ko je švicarska farmacevtska družba Novartis objavila ponudbo za odkup delnic Leka. V tem primeru je bil prisoten sum trgovanja na podlagi notranjih informacij.

4 PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SVETU

Sprememba vloge borze v narodnih gospodarstvih je vzpodbudila zakonsko urejanje poslovanja na podlagi notranjih informacij. Vloga borze se je namreč od svojih začetkov do danes korenito spremenila. V začetku je bila borza bolj predstava bogatih meščanov, ki so z debelimi denarnicami lahko premagovali vzpone in padce v pravno neurejeni igri. Država namreč ni posegala v ureditev borze, njeno delovanje je v celoti prepuščala samim udeležencem. Z naraščanjem potreb po kapitalu podjetij se je spremenil tudi odnos države in s tem zakonodajalca. Da bi podjetja lahko pridobila potreben kapital, je morala država zagotoviti udeležbo na borzi večjemu številu vlagateljev. To je storila lahko samo tako, da je z zakonodajo začela urejati prej neurejeno trgovanje z vrednostnimi papirji in tako prihodnjim vlagateljem zagotovila minimalno varnost za naložbe. Veliko držav je svojo zakonodajo sprejelo med velikimi borznimi ali gospodarskimi krizami ali pa zato, da bi izboljšalo ugled svoje borze v svetu in jo postavilo ob bok s konkurenco.

4.1 Pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij v ZDA

ZDA so prva država, ki je pravno uredila poslovanje na podlagi notranjih informacij, hkrati pa se po ameriški ureditvi zgleduje marsikatera država v svetu. Kljub razlikam med anglosaškim in kontinentalnim pravnim sistemom je ameriško pravo ponudilo številne rešitve, ki so jih upoštevale države s kontinentalnim pravnim sistemom. Vsekakor gre za eno najpopolnejših ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij, ki ima najbolj bogato sodno prakso (Špec, 1996, str. 90).

Zlom Newyorške borze leta 1929 in velika gospodarska kriza sta prisilila zakonodajni organ, da je sprejel nekaj zakonov, s katerimi je želel urediti poslovanje z vrednostnimi papirji, saj je gospodarstvo potrebovalo za svojo oživitev nov kapital. Tako je prvo zvezno zakonodajo, ki ureja področje poslovanje z vrednostnimi papirji, sprejel Kongres leta 1933 s tako imenovanim Zakonom o vrednostnih papirjih (Securities Act), leta 1934 pa še Zakon o trgu vrednostnih

papirjev (Securities Exchange Act, s kratico SEA). Namen obeh zakonov, ki sta hkrati temelja ameriške pravne ureditve področja vrednostnih papirjev, je bil varovanje vlagateljev z razkritjem vseh pomembnih informacij javnosti (Špec, 1996, str. 90-92).

Organ za nadzor trgovanja z vrednostnimi papirji je komisija za trg vrednostnih papirjev (Securities and Exchange Commission, s kratico SEC), ki je bila ustanovljena z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev (SEA), ki je doživel številna dopolnila, najpomembnejša 1964 in 1968.¹ Najpomembnejši določbi omenjenega zakona, ki urejata poslovanje na podlagi notranjih informacij, sta člen 16b in posredno tudi člen 10b, ki še vedno veljata za temelja zakonskega urejanja tega področja (Newkirk, Robertson, 1998).

4.1.1 Člen 16 ameriškega Zakona o trgu vrednostnih papirjev

Glavni namen tega člena je preprečevanje pridobivanja prednosti podjetniškimi in kapitalskim insiderjem zaradi dostopa do notranjih informacij podjetja. Določba poskuša ta cilj doseči (Špec, 1996, str. 93-98):

- z določitvijo dolžnosti poročanja (člen 16a) za ekonomske lastnike vrednostnih papirjev (t.i. »beneficial owners«)² ki imajo več kot 10 odstotkov vrednostnih papirjev, direktorje in vse njihove bližnje sorodnike ter uslužbence izdajatelja vrednostnih papirjev. Ti morajo ob vpisu tega vrednostnega papirja ali najkasneje drugi poslovni dan od trenutka, ko so postali ekonomski lastniki, direktor ali uslužbenec, poročati borzi (kopijo pa poslati SEC) o količini vseh delnic tega izdajatelja, katerih ekonomski lastniki so. V primeru, da ekonomski lastniki ne upoštevajo tega člena, jim grozi kazen, ki lahko sega do trikratnega dobička, ki so ga ustvarili s transakcijo. Prvi kršitvi lahko ob subjektivni presoji SEC o obsegu in naravi kršitve sledi zgolj opozorilo. Komisija SEC je to določbo deloma spremenila leta 1991, ko se je dolžnost poročanja razširila tudi na derivate.
- In z dolžnostjo povračila celotnega insiderjevega dobička podjetju³ (člen 16b).

Avgusta leta 2002 so v ZDA v okviru Sarbanes-Oxleyjeve (S-O) reforme zaradi škandala Enrona, Worldcoma in številnih drugih družb spremenili nekatera pravila o poročanju glede trgovanja posedovalcev notranjih informacij. Nova ureditev se od stare razlikuje predvsem v hitrosti poročanja. Čas poročanja se je skrajšal od 10 dni na konec drugega poslovnega dne po dnevu transakcije. Ta reforma določa tudi transakcije, ki so izvzete iz obveznosti poročanja. Poročanje tako denimo ni obvezno za transakcije na podlagi trgovalnih programov ter za transakcije zaradi družinskih dogodkov kot sta ločitev ali smrt. Insiderji včasih tudi ne smejo

¹ Jennings pravi, da je postal božično drevesce na katerega Kongres skoraj vsako leto obesi nov okrask v obliki amandmaja (Jennings, 1992, str. 99).

² Nasprotno je pravni lastnik vrednostnega papirja (t. i. registered owner), to je oseba, ki je vpisana v delniško knjigo (Klanguti, 1997, str 85).

³ To so dobički, dobljeni z eno potezo, t.i. short-swing profits.

trgovati z delnicami. Tak primer so tako imenovani mrki 401 (K) pokojninskih skladov, med katerimi zaradi različnih razlogov (denimo zamenjave upravitelja sklada) več kot tri dni ne more trgovati več kot polovica upravičencev do trgovanja z delnicami, ki so sicer zaposleni v istem podjetju kot insider. Ob zamenjavi službe insiderji po novih in starih pravilih zadržijo svoj status in s tem obveznost poročanja še nadaljnjih 6 mesecev. Sarbanes-Oxleyjeva reforma je uvedla elektronsko poročanje in objavljanje informacij o zakonitem trgovanju insiderjev, vse to pa mora SEC ažurno objavljati na svoji spletni strani (Groznik, 2003, str. 18).

Člen 16b določa, da mora storilec dobiček vrniti po načelu »najnižji noter-najvišji ven« (angl. lowest in highest out). To pomeni, da ni pomembno, kakšen dobiček je insider dejansko ustvaril, temveč to, kakšnega bi lahko ustvaril pri najboljši izrabi možnosti. Če je imel insider med več nakupi in prodajami v šestih mesecih največkrat izgubo, se dobiček izračuna na podlagi razlike med najvišjo nakupno ceno in najnižjo prodajno ceno, kar pomeni, da mora tak »dobiček« vrniti, čeprav je imel izgubo (Ratner, 1988, str. 115).

Člen 16 ureja le ožje pojmovanje poslovanja na podlagi notranjih informacij, saj zajema le izrecno določene podjetniške in kapitalske insiderje, katerim onemogoča realizacijo kratkoročnih (do šest mesecev) kapitalskih dobičkov ter na ta način varuje podjetja pred nelojalnimi uslužbenci in ekonomskimi lastniki.

4.1.2 Člen 10 ameriškega Zakona o trgu vrednostnih papirjev

V nasprotju s členom 16 ureja člen 10 poslovanje z vrednostnimi papirji v širšem smislu. Člen 10b in 10b-5 sta t.i. »anti-fraud« določbi, ki določata, da je glavni pogoj za kršitev obstoj goljufije. Protizakonita je uporaba kakršnegakoli sredstva za manipulacije in prevare ali zvijače v zvezi z nakupom ali prodajo kateregakoli vrednostnega papirja, ki kotira ali ne kotira na borzi vrednostnih papirjev (Špec, 1996, str.99).

Značilnost ameriškega pravnega sistema so precedenčne sodbe, kar pomeni, da se zakonodaja razvija in dopolnjuje skozi posamezne sodne primere. Ameriška pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij je edina v svetu, kjer lahko komisija SEC sprejme določen predpis in s tem zapolni pravno vrzel v zvezi s primerom goljufivega ravnanja prodaje in nakupa vrednostnega papirja (Ratner, 1988, str. 129). Ta pooblastila vsebuje predpis 10b-5, ki so ga sprejeli leta 1942 in je v pravni praksi postal najpomembnejše orožje komisije SEC v boju proti poslovanju na podlagi notranjih informacij (Newkirk, Robertson, 1998,).

Leta 2000 je komisija SEC sprejela dve dodatni pravili, predpis 10b5-1 in 10b5-2, ki sta stopila v veljavo 23.10.2000 (New Rules, New Planning Opportunities, 2000).

Predpis 10b-5-1 določa, da obveznost insiderja nastane, če se insider v trenutku nakupa oz. prodaje vrednostnega papirja zaveda, da poseduje informacijo, ki ga postavlja v prednostni

položaj pred drugimi, pri tem pa ni potrebno dokazati, da je insider uporabil to informacijo, oziroma da je informacija kakorkoli vplivala na njegovo odločitev.

Predpis 10b5-2 obravnava pojem dolžnosti zaupanja in razširja teorijo nezakonite prisvojitve na družinske člane in druge ljudi, ki niso v poslovni povezavi z insiderjem. Predpis določa tri primere obstoja t.i. dolžnosti zaupanja, ko insider omenjenim osebam posreduje informacijo in jim zaupa, da je ne bodo izkoristile oz. uporabile pri trgovanju z vrednostnimi papirji, na katere se ta oziroma te informacije nanašajo. Ti primeri so:

- dolžnost zaupanja obstaja, ko se oseba strinja, da bo informacijo obdržala zase;
- kadar je ta oseba že dokazala, da ji lahko zaupamo;
- kadar gre za družinske člane, ki jim lahko zaupamo.

Oseba, ki prejme informacijo na podlagi zgoraj omenjenih okoliščin, ima dolžnost nerazkritja informacije in prepoved trgovanja in poslovanja na njeni podlagi. Predpis ne zahteva, da mora biti obljuba zaupanja napisana v pogodbi oziroma kakšni drugi pisni obliki.

Insiderski pregon v ZDA sprožijo inšpektorji, ki so odgovorni za spremljanje nepravilnosti pri trgovanju, to so najpogosteje uslužbenci borze ali agencije za nadzor kapitalskega trga. V primeru obstoja suma, da je nekdo trgoval na podlagi notranjih informacij, zberejo dokaze in primer prepustijo agenciji za nadzor kapitalskega trga (SEC) ter državnemu tožilstvu oziroma pravosodnem ministrstvu (Department of Justice). Slednja se odločita, ali je dovolj dokazov za kazenski pregon in tudi za vložitev civilne oziroma odškodninske tožbe. V primeru obtožbe mora obtoženi običajno vrniti s trgovanjem ustvarjene dobičke in plačati kazen, lahko pa konča tudi v zaporu, kjer je predvidena zaporna kazen do deset let (Urbanija, Nidorfer, 2003, str.11). Tožilstvo si poskuša dokaze pogosto zagotoviti z imuniteto za "manjše ribe", vpletene v insiderski posel, ki nato pričajo proti glavnemu osumljencu.

4.2 Pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij v Evropi

Poslovanje na podlagi notranjih informacij je po kazenskem zakoniku kaznivo v vseh evropskih državah. Pravno urejanje in sankcioniranje je doživelo svoj vrhunec proti koncu osemdesetih in v začetku devetdesetih let. Francija, Nizozemska in Španija so bile v zadnjih letih zelo uspešne pri pregonu tovrstnega kaznivega dejanja, kar so dokazale s prvimi obsodbami insiderjev.

4.2.1 Francija

Francija je kot prva evropska država določila poslovanje na podlagi notranjih informacij za kaznivo dejanje. Leta 1967 je sprejela Odredbo št. 67-83, decembra leta 1970 pa je sprejela zakon št. 70-1208, ki je spremenil člen 10-1-alinea 1 Odredbe iz leta 1967. Ta zakon je vseboval že določene dolžnosti za poročanje insiderjev (Špec, 1996, str. 42).

Francozi so leta 2005 dobili prvo obsodbo na področju insiderstva. Obsojen je bil ameriški milijarder George Soros. Ta je leta 1988 z notranjimi informacijami z delnicami banke Société Générale, ki so jo neuspešno napadli sovražni prevzemniki, protizakonito zaslužil dva milijona dolarjev. Soros mora plačati 2,2 milijona evrov kazni. Sorosovi odvetniki so po poročanju Reutersa že napovedali, da se bodo na odločitev sodišča znova pritožili, češ da je bila informacija o sovražnem prevzemu v času Sorosovih transakcij splošno znana (Usenik, 2005, str. 5).

4.2.2 Nemčija

Pisanje časopisov o sumljivih gibanjih tečajev delnic nekaterih podjetij je leta 1970 v Nemčiji privedlo do sprejetja prostovoljnih pravil, tako imenovanih smernic glede poslovanja na podlagi notranjih informacij, pravil za borzne posrednike in procesnih pravil leto dni kasneje. Priporočila so bila, kakor pove že ime, zavezujoča za posamezna podjetja samo, če so jih ta pripoznala s posebno pogodbo. Kazenskopravno zakonodajo je Nemčija dobila 1. avgusta 1994, ko je začel veljati zakon o vrednostnih papirjih, ki je vseboval kazenske določbe za poslovanje na podlagi notranjih informacij (Špec, 1996, str. 42). Trgovanje z delnicami nadzira urad za nadzor nad finančnimi storitvami (Bafin), ki hkrati nadzira tudi poslovanje bank in zavarovalnic. Deset sodelavcev v oddelku za tržne analize ves dan na računalniških zaslonih prebira prihajajoča obvezna poročila, ki jih morajo ob vseh dogodkih, ki bi lahko vplivali na gibanje delniškega tečaja, objaviti podjetja, ki kotirajo na borzi. V njih iščejo elemente, ki bi bili lahko pomembni kot insiderske informacije. Takšne informacije so prav gotovo napoved prevzema ali plačilne nesposobnosti podjetja. Sodelavci tega oddelka vsak dan analizirajo do 1,7 milijona podatkov (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13).

4.2.3 Velika Britanija

Velika Britanija je leta 1967 sprejela zakon Companies Act, ki je prepovedal insiderjem, njihovim ženam in mladoletnim otrokom nakup delnic lastnega ali odvisnega podjetja. Omenjeni zakon je leta 1980 prepovedal poslovanje z notranjimi informacijami in ga označil za kaznivo dejanje. Leta 1985 so sprejeli zakon Company Securities Act, s katerim so spremenili in nadomestili prejšnji zakon iz leta 1980. Velika Britanija je leta 1993 svojo pravno ureditev uskladila z zahtevami smernice sveta Evropske skupnosti o poslovanju na podlagi notranjih informacij, tako da je poslovanje na podlagi notranjih informacij vključila v Zakon o kazenskem postopku (Špec, 1996, str. 42).

4.2.4 Nizozemska

Boonstra, nekdanji direktor nizozemskega elektronskega velikana Philips, je marca leta 2000 kupil delnice v razvedrilnem koncernu Endemol. Španski koncern Telefonica je kmalu zatem javno objavil prevzem Endemola, katerega cene delnic so zaradi te ponudbe zelo narasle. Boonstra je imel v tem času z nizozemsko managerko Sylvio Toth, članico Endemolovega nadzornega odbora, intimno razmerje. Boonstra je po objavi ponudbe delnice prodal in pri tem zaslužil 227.000 evrov, ne da bi to povedal Tothovi ali uradu za borzni nadzor, ki je njegovo ravnanje kmalu odkril. Nedolgo zatem je prišlo na dan še drugo razkritje. Boonstra, ki je bil član nadzornega sveta največje nizozemske trgovinske verige Ahold, je prodal delnice tega koncerna malo pred tem, preden je ta objavil svoje nezadovoljive četrtletne rezultate. Sodni postopek, ki se je vlekel natančno dve leti, je seveda uničil Boonstrov ugled. Moral se je odreči članstvu v nadzornih svetih nekaj uglednih podjetij in je praktično izginil iz javnega življenja. Govori se, da je celo prosil za belgijsko državljanstvo. Nizozemski poslovni krogi se namreč do vsakega obtoženca obnašajo, kot bi mu krivdo že dokazali. Celu oprostilna sodba ne more popraviti storjene škode. Kariera je uničena ali vsaj za dolgo prekinjena. Sodišče ga je prve obtožbe oprostilo, v zvezi z drugo pa ga je obsodilo na 135.000 evrov kazni, čeprav je tožilec za obe dejanji zahteval pol leta zapore, plačilo 400.000 evrov kazni in 250 ur opravljanja družbeno koristnega dela (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13).

4.2.5 Španija

Upravni odbor švicarske rudarske družbe Xstrata Holding je decembra leta 2000 sklenil, da bo španski proizvajalki cinka Asturiani predlagal prevzem. Schmidheiny, ki je bil takrat član nadzornega sveta Xstrate, je nekaj dni pozneje kupil 350.000 delnic Asturiane v znesku 3,3 milijona evrov. Potem, ko je januarja 2001 javnost zvedela za prevzemno ponudbo, je tečaj Asturianine delnice zrasel za 50 odstotkov. Schmidheiny je na papirju pridobil 1,5 milijona evrov dobička, vendar ga ni realiziral. Spomladi leta 2002, dva meseca potem, ko je španski urad za borzni nadzor v preiskavo že vključil državno tožilstvo, je Schmidheiny delnice po nakupni ceni 3,3 milijona evrov prepustil Xstrati. Tožilstvo ni imelo problemov pri dokazovanju njegovega kaznivega dejanja, saj je obtoženec vse priznal ("naredil sem hudo napako") in takoj plačal prisojeno mu denarno kazen - 1,500.000 evrov. Če ne bi sodeloval s sodiščem, bi lahko kazen znašala 4,5 milijona evrov in leto in pol pogojne zaporne kazni. Breme dokazov je bilo tako nedvoumno, da se je odrekel možnosti pritožbe. Obsodba Schmidheinyja je za Španijo uspeh. Urad za borzni nadzor je primer preiskoval eno leto, preden ga je predal tožilstvu (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13).

Insidersko trgovanje je po španskem zakonu kaznivo, če znaša povzročena škoda več kot 75 milijonov pezet (450.000 evrov). Zagrožena je zaporna kazen od enega do štirih let, denarna kazen pa je lahko trikrat večja od koristi, ki je bila pridobljena ali bi jo bilo mogoče pridobiti. V manjših primerih je urad pristojen, da oglobi grešnika. Odkar so bili leta 1992 insiderski posli

regulirani z zakonom, je urad izrekel skupaj za 16 milijonov evrov kazni, Schmidheiny pa je bil prvi primer, ki ga je posredoval sodni oblasti (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13).

5 PRAVNA UREDITEV POSLOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI

Temelji za pravno ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij so bili v Sloveniji postavljeni šele z uvedbo tržnega gospodarstva, začetek delovanja Ljubljanske borze z vrednostnimi papirji, ki je bila ustanovljena leta 1989, pa je tako potrebo še povečal. Dodaten razlog za čimprejšnjo uveljavitev zakonodaje, ki bi urejala to področje in sankcionirala taka ravnanja, sta bila domnevna primera poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji. To sta primer Dadas⁴ ter Miro Kos⁵, ki sta povzročila velik odmev v slovenski javnosti. Tako so tudi v Sloveniji, podobno kot drugod po svetu, dogodki prehiteli zakonodajo.

Slovenska pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij je urejena z dvema zakonoma, z Zakonom o trgu vrednostnih papirjev in s Kazenskim zakonikom RS.

5.1 Zakon o trgu vrednostnih papirjev

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP) je bil objavljen v Uradnem listu RS 11. februarja 1994 in je začel veljati 30 dni po objavi, torej 13. marca 1994 (1 mesec po aferi Dadas). Novi zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1), ki je bil sprejet 30. junija 1999 obravnava prepoved poslovanja na podlagi notranjih informacij širše in natančneje kot ZTVP. Posamezne člene ZTVP-1 sem razdelila v vsebinske sklope, ki jih bom v nadaljevanju podrobneje opisala. Ti sklopi so naslednji:

- opredelitev pojma notranje informacije v 275. členu ZTVP-1,
- prepoved uporabe notranjih informacij v 276. členu ZTVP-1,
- dolžnost poročanja o poslih v 277. členu ZTVP-1,
- opravljanje nadzora nad poslovanjem z notranjimi informacijami s strani ATVP v 278. členu ZTVP-1,
- preventivna oblika preprečevanja zlorabe notranjih informacij s t.i. *varnostnim seznamom* v 178. členu ZTVP-1,
- kršitve prepovedi uporabe notranjih informacij v 397. členu ZTVP-1.

⁴ Poslovanje z delnico Dadas ni bilo v tednu pred 25.02.1994 nič posebnega, dnevni promet z omenjeno delnico pa se je gibal med 15 in 25 milijoni tolarjev. Insiderstvo se je zgodilo na dan 24.02.1994, ko je bila dosežena tudi najvišja vrednost dnevnega prometa z delnico Dadas, ki je znašal 65.607 milijonov tolarjev. Dan pred tako velikim prometom, to je sredi 23.02.1994, je borza dobila revizijsko poročilo, da zaradi nepravilnosti pri poslovanju Dadas ustavi promet z delnico Dadas (Ribičič, 1999, str. 113).

⁵ Leta 1995 se je v javnosti pojavilo anonimno pismo, naslovljeno na guvernerja Banke Slovenije. V pismu je neznana oseba obtoževala Mira Kosa, visokega uradnika Banke Slovenije, da je z notranjimi informacijami o blagajniških zapisih z nakupnim bonom Banke Slovenije seznanjal svojo ženo Darjo Kos Godec, borzno posrednico, zaposleno v investicijskem sektorju Nove Ljubljanske Banke (Ribičič, 1999, str. 116).

20. avgusta 2004 je začel veljati Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ZTVP-1A), ki daje velik poudarek ureditvi poslovanja na podlagi notranjih informacij ter je po vsebini primerljiv z drugimi razvitimi državami. Spremenjeni in dopolnjeni so vsi zgoraj navedeni členi ZTVP-1. Novosti, povezane s področjem poslovanja na podlagi notranjih informacij, ki jih ne zasledimo v ZTVP-1, so naslednje:

- seznam oseb, ki so jim dostopne notranje informacije v členu 276.a ZTVP-1A;
- poštena in transparentna izdelava in posredovanje raziskav, študij, ocen priporočil ter predlaganje naložbenih strategij v 276.b členu ZTVP-1A;
- sprotno obveščanje javnih družb v 66. členu ZTVP-1A.

V skladu s členom 276.a morajo izdajatelji finančnih instrumentov oziroma pravne in fizične osebe, ki jih zastopajo, sestavljati in tekoče obnavljati seznam oseb, ki za izdajatelje opravljajo delovne, poklicne ali druge naloge na podlagi pogodbe o zaposlitvi ali drugega pravnega razmerja in ki so imele ali imajo dostop do določenih notranjih informacij. Omenjeni seznam morajo posredovati ATVP, če ga ta zahteva. Vsaka oseba, ki ima dostop do notranjih informacij, mora biti po zakonu pisno seznanjena s strani izdajatelja finančnih instrumentov o zakonskih in drugih obveznostih ter o sankcijah za neupravičeno, neustrezno ali napačno razširjanje takšnih informacij (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004).

66. člen ZTVP-1A obvezuje javne družbe, da morajo nemudoma javno objaviti informacije o pravnih oziroma poslovnih dogodkih oziroma druge informacije, ki se tičejo javne družbe oziroma njenega poslovanja ali se nanašajo na finančni instrument, katerega izdajateljica je oziroma druge informacije, ki imajo značilnosti notranje informacije.

5.1.1 Pojem notranje informacije

Pomembna dopolnitev ZTVP-1 je dopolnitev 275. člena, kjer je pojem notranje informacije natančneje definiran in vsebuje definicijo za vse posle z vrednostnimi papirji, storitve opravljanja poslov z vrednostnimi papirji kot tudi za finančne derivate oziroma izvedene finančne instrumente.

Notranja informacija je po ZTVP-1A opredeljena s štirimi zahtevami (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004):

- natančnost informacije;
- informacija se mora nanašati posredno ali neposredno na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov;
- informacija še ni postala dostopna javnosti oziroma še ni bila javno objavljena;
- informacija, ki bi bila znana javnosti, bi imela pomemben vpliv na cene finančnih instrumentov oziroma na ceno iz njih izvedenih finančnih instrumentov.

Notranjo informacijo lahko označimo kot notranjo in prepovedano samo, kadar so izpolnjene vse štiri zahteve.

Informacijo lahko štejemo za natančno, samo kadar vsebuje obstoječa dejstva oziroma okoliščine, ki bi lahko vplivale na ceno finančnega instrumenta oziroma na ceno z njim povezanih izvedenih finančnih instrumentov. Zakon je s pogojem natančnosti razmejil notranjo informacijo od govoric in ocen. Notranja informacija ne more biti subjektivna ocena, do katere je nekdo prišel po lastnem razmišljanju na podlagi javnih dejstev (Manager, 1995, str. 44). Informacija lahko nastane kot posledica določenega dejstva v sferi podjetja, organa ali posameznika ali pa je dejstvo nastalo samo po sebi. Ni namreč potrebno, da se je informacija pojavila zgolj v podjetju, informacija, ki lahko pomembno vpliva na tečaj vrednostnih papirjev, se lahko pojavi tudi v državnem organu (uvedba postopka zaradi nelojalne konkurence, monopola, antidumpinški postopek, podražitev surovin, zvišanje carin, davčna politika) ali v naravi (vihar ali mraz, ki uniči pridelek grozdja) (Špec, 1996, str.77).

Z določbo, da se mora informacija nanašati na enega ali več finančnih instrumentov, je zakonodajalec zajel tudi primere, pri katerih na primer centralna banka poviša obrestno mero. Taka informacija bi namreč vplivala na povpraševanje in ponudbo vseh vrednostnih papirjev, ne samo enega. Enako bi na primer prepoved oglaševanja v tobačni industriji oziroma večje obdavčenje tobačnih izdelkov prizadelo več izdajateljev, v tem primeru izdajateljev iz tobačne industrije (Špec, 1996, str. 155).

Pogoj dostopnosti informacije javnosti je pomemben, saj v trenutku, ko informacija postane dostopna javnosti, za insiderja preneha prepoved poslovanja z vrednostnimi papirji, na katere se je razkrita informacija nanašala (Jovanovič, 1997, str. 229). Informacija postane javna šele v trenutku, ko ima javnost možnost, da se je zaveda in se nanjo odzove, kar pa se praviloma ne sklada s trenutkom njene objave (Špec, 1996, str. 161). Vrhovno sodišče v ZDA je v enem od svojih prvih primerov odločilo, da informacija še ni bila javna, čeprav je preteklo osem minut, odkar je bila sporočena na novinarski konferenci. Nekatere borze imajo zato določene prepovedi trgovanja tudi za določen čas po objavi informacije. AMEX (American Stock Exchange) na primer priporoča podjetjem, katerih delnice kotirajo na borzi, prepoved trgovanja za nadaljnjih 24 ali celo 48 ur, kadar gre za objavo pomembnejših novic. NYSE (Newyorška borza vrednostnih papirjev) celo predlaga prepoved trgovanja tudi 30 dni po objavi letnega poslovnega poročila (Špec, 1996, str. 161).

Dušan Mohorko, dolgoletni kriminalist, pravi, da dejstvo, da informacija ni bila prej znana javnosti, ne pomeni, da se nanaša zgolj na slovensko javnost. Če je na primer neko podjetje kdaj prej v Belgiji ali kje drugje napovedalo, da je med njegovimi načrti tudi prevzem podjetja v Sloveniji, potem ne moremo reči, da informacija ni bila znana javnosti, čeprav tega v Sloveniji ni nihče bral ali slišal. Če nekdo na podlagi predvidevanj trguje z delnicami tega podjetja in pri tem zasluži, ga nihče ne more kazensko preganjati (Gerovac, 2003, str.).

Notranja informacija lahko pomembno vpliva na tečaj določenega vrednostnega papirja v primeru, ko je dostopna javnosti in jo razumen vlagatelj upošteva pri svoji naložbeni odločitvi. Ni vedno nujno, da vpliv dejansko spremeni tečaj vrednostnega papirja (Jovanovič, 1997, str. 229). Obstaja tudi vprašanje, kako ugotoviti pomembnejši vpliv v zvezi z nelikvidnimi trgi vrednostnih papirjev, kakršen je slovenski. Na nelikvidnih trgih za določene vrednostne papirje ni tečaja (Berger, 1995. str. 267).

Zakonodaje v svetu skušajo podjetja prisiliti, da bi vse pomembnejše informacije, ki se nanašajo na podjetje, javnosti razkrila, kakor hitro se pojavi dejstvo. S tem bi bilo insiderjem onemogočeno poslovanje na podlagi notranjih informacij, saj ne bi bilo časovne vrzeli, ki bi jim omogočala informacijsko prednost. Vendar ima tak način tudi slabo stran, saj ima lahko prehitro razkrivanje pomembnih dejstev za podjetje tudi negativne posledice. Prehitro razkritje namere prevzema določene družbe bi tako na primer za prevzemno družbo pomenilo višje stroške prevzema, saj bi tečaj delnic ciljnega podjetja zaradi povečanega povpraševanja narasel. Še bolj jasna je škoda pri posredovanju take informacije nekomu drugemu, recimo če gre za izum, ki so ga razvili v podjetju, najdišče rudnega bogastva, itd. (Špec, 1996, str. 80).

5.1.2 Prepoved uporabe notranjih informacij

Prepoved uporabe notranjih informacij je opredeljena v 276. členu ZTVP-1A, kjer je navedeno, da nihče ne sme pridobiti, skušati pridobiti ter razpolagati s finančnimi instrumenti na podlagi notranjih informacij za svoj račun ali za račun tretje osebe. Ta prepoved velja za vse osebe, ki so jim notranje informacije neposredno dostopne ali so jih pridobile zaradi (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004):

- članstva v upravnih ali nadzornih organih javne družbe oziroma pridobljene prokure v javni družbi, ki je izdajatelj finančnega instrumenta;
- udeležbe v kapitalu javne družbe, ki je izdajatelj finančnega instrumenta;
- izvrševanja delovnih in poklicnih nalog ali dolžnosti;
- storitve kaznivega dejanja.

Prepoved uporabe notranje informacije velja tudi za katerokoli drugo osebo, ki zaradi poznavanja določenih dejstev ve za notranjo informacijo. To so predvsem naključni insiderji, ko je na primer taksist, ki pri opravljanju svojega poklica naključno sliši notranjo informacijo.

Velikokrat opravljajo za podjetja določene posle po pogodbi tudi osebe, ki sicer pri njih niso zaposlene. Tako na primer revizorji po pogodbi opravijo za pravno osebo revizijo, odvetniki jo lahko zastopajo pred sodiščem ali pripravljajo pogodbo o sodelovanju z drugo pravno osebo, reklamna agencija lahko pripravlja reklamo za nov, vrhunski izdelek pravne osebe, ki bo v kratkem prišel na trg, notar pripravlja za podjetje pomembno pogodbo itd. Pri takih stikih lahko našteje osebe zelo hitro pridejo do notranjih informacij o podjetju. Revizor na primer lahko ugotovi presenetljivo slabe poslovne rezultate, pravnik določene nepravilnosti pri vodenju

podjetja, reklamna agencija pa izve za nov izdelek, ki bo skrčil konkurenco (Špec, 1996, str. 168). Prav tako obstaja možnost, da z notranjo informacijo ne razpolagajo samo osebe v gospodarskih subjektih, marveč tudi v državnih organih. Med take osebe lahko štejemo tudi sodnike, ki pri sodnih primerih velikokrat naletijo na notranje informacije.

Velik problem predstavlja dokazovanje, da je oseba, ki je imela določene notranje informacije, povezane z nakupom ali prodajo vrednostnega papirja, te tudi posredovala tretji osebi. Dokazati posredovanje v kazenskem pravu pomeni imeti pisni, slikovni ali magnetofonski dokaz, kar pa je v Sloveniji težko, saj ni mogoče uporabljati posebnih metod in sredstev zaradi prenizke zagrožene kazni (Nidorfer, Pinterič, 2002, str. 23).

Zelo zanimivo je vprašanje, kaj storiti takrat, kadar bi stranka želela kupiti vrednostni papir, na katerega se nanaša negativna notranja informacija, s katero bi razpolagal borzni posrednik neke banke. Ali je protizakonito, če bi borzni posrednik stranko na to opozoril in ji tako odsvetoval nakup vrednostnega papirja, s tem pa bi ji omogočil, da bi se izognila škodi (Špec, 1996, str. 179)?

5.1.3 Dolžnost poročanja o poslih

Vsi zavezanci za poročanje so po 277. členu ZTVP-1A dolžni poročati ATVP najkasneje naslednji dan po sklenitvi vsakega pravnega posla s finančnimi instrumenti ter izvedenimi finančnimi instrumenti ne glede na to, ali je bil posel sklenjen na organiziranem trgu ali izven organiziranega trga. Omenjeni člen tudi določa, da mora vsaka oseba, ki v okviru svojih delovnih ter poklicnih nalog opravlja aktivnosti v zvezi s posli s finančnimi instrumenti in pri tem utemeljeno sumi, da bi takšen posel lahko vseboval znake trgovanja na podlagi notranje informacije ali znake tržne manipulacije, o tem takoj obvestiti ATVP. Pri tem je ATVP dolžna tem osebam zagotoviti anonimnost v primeru, ko bi jim razkritje identitete lahko škodovalo (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004). ATVP je dolžna vzpostaviti register sklenjenih poslov, ki mora biti dostopen javnosti, kar je bistvena novost, saj register pred tem ni bil dostopen javnosti.

Od januarja 2003 morajo zavezanci za poročanje v okviru sprememb Pravil Ljubljanske borze, ki jih je potrdila tudi ATVP, poročati o transakcijah tudi Ljubljanski borzi ter zagotoviti ustrezno objavo na način, ki ga predpisuje statut družbe. Obvestilo lahko objavijo v borznoinformacijskem sistemu SEOnet ter v enem od dnevnikov, ki izhaja po celotnem območju Slovenije. Ljubljanska borza lahko kršitelja tega pravila kaznuje na tri načine: z internim in javnim opominom ali izključitvijo iz borzne kotacije. Pri tem je javni opomin najhujša možnost, saj vlagatelje opozarja, da je s podjetjem nekaj narobe (Bošnik, 2003, str.18). Obveznost poročanja o cenovno občutljivih informacijah je Ljubljanska borza zaostri la še na nekaterih drugih področjih. Poročilo nadzornega sveta s seje, na kateri ta potrdi letno poročilo, mora podjetje objaviti takoj po seji nadzornega sveta, najkasneje pa ob objavi sklica skupščine, prav tako je treba objaviti druge pomembnejše sklepe nadzornega sveta. Za izdajatelje, katerih delnice

kotirajo na borznem trgu, nova pravila, ki so začela veljati 1. januarja 2004, kot novost uvajajo dolžnost objavljanja četrletnih podatkov o poslovanju, ki jih morajo podjetja objaviti najkasneje dva meseca po koncu obračunskega obdobja. S 1. januarjem 2005 je krajši tudi rok za objavo povzetka revidiranega letnega poročila, in sicer od šestih na pet mesecev po koncu poslovnega leta. Podjetja morajo na podlagi pravil objavljati izdelane ocene preteklega poslovanja, morebitne odstopanja od načrtovanega in napovedi prihodnjega poslovanja, zlasti če na podlagi teh analiz posredujejo informacije medijem. Prav tako morajo javno poročati o pridobitvi oziroma odsvojitvi lastnih delnic, in sicer najkasneje takrat, ko njihova količina doseže en odstotek izdaje (Bošnik, 2003, str.18).

Rok zapovedanega poročanja se v svetu vse bolj krajša. V ZDA se je rok poročanja skrajšal v okviru reforme upravljanja podjetij, ki je sledila poslovnim škandalom v letu 2002. Kot sem že omenila, se je rok za poročanja v okviru S-O reforme skrajšal od deset dni na naslednji dan od sklenitve posla. Podobno se dogaja tudi v Evropi. Poročanje je povsod naknadno, v večini primerov z nekajdnevno dovoljeno zamudo. V določenih primerih obstajajo celo elementi predhodnega poročanja. V VB naj bi tako insiderji glede na sprejet zakon iz leta 1998, podjetju prej najavili svoj interes za nakup delnic, seveda pa ta zakon Britanci slabo izvajajo (Groznik, 2003, str.18). Prednost omenjenega načina poročanja je predvsem v izgubi dela insiderjeve informacijske prednosti pred drugimi vlagatelji (ne pa v celoti), slednji pa bi bili pripravljene znižati stroškovno trgovanje zaradi asimetričnih informacij. Strošek trgovanja in strošek kapitala bi se tako znižala, insiderji pa bi bili bolj zainteresirani za čim hitrejše in obsežnejše objavljanje poslovnih informacij. Ob samo ex-post poročanju so insiderji pogosto glavni nasprotniki sprememb, ki bi povečale preglednost poslovanja podjetij. Skrajševanje rokov za insidersko poročanje je sicer koristno, vendar ni zadostno (Groznik, 2003, str. 18).

5.1.4 Opravljanje nadzora nad poslovanjem z notranjimi informacijami s strani ATVP

278. člen ZTVP-1A pooblašča ATVP, da lahko z namenom preprečitve kršitev oziroma odkritja kršitev uporabe notranjih informacij in prepovedi tržnih manipulacij, zahteva ustrezna pojasnila, podatke in dokumentacijo od pravnih in fizičnih oseb, katerim so dostopne notranje informacije ali bi lahko kakorkoli vedele zanje. Na podlagi tega člena lahko ATVP vloži zahtevek pri sodišču, državnemu tožilcu, policiji, Banki Slovenije, organu, pristojnemu za zavarovalni nadzor, organu, pristojnemu za preprečevanje pranja denarja, Borzi vrednostnih papirjev, Klirinško depotni družbi ali pristojnemu nadzornemu organu druge države članice, da sprejmejo ustrezne ukrepe v skladu s svojimi pooblastili proti osebam, nad katerimi agencija ne izvaja nadzora (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004). To določilo je izredno pomembno, saj omogoča preganjanje insiderstva v nejavnih družbah in na neorganiziranem trgu, kjer je po mnenju direktorja ATVP, Nevena Boraka, ogromno nepravilnosti. Meni, da so dogajanja na organiziranem trgu verjetno le vrh ledene gore v primerjavi z neorganiziranim trgom (Praprotnik, 2003, str. 2).

5.1.5 Preventivna oblika preprečevanja zlorabe notranjih informacij

ZTVP-1A vsebuje tudi »preventivno« obliko preprečevanja zlorabe notranjih informacij, ki v 178. členu nalaga borzno posredniški družbi tekoče sestavljanje seznama vrednostnih papirjev oziroma izdajateljev vrednostnih papirjev, v zvezi s katerimi je pridobila zaupne podatke oziroma notranje informacije. Omenjeni člen tudi določa, da morajo biti o vsebini seznama seznanjeni vsi borzni posredniki in drugi zaposleni v organizacijski enoti banke, ki opravlja storitve v zvezi z vrednostnimi papirji. Vrednostnih papirjev, ki so uvrščeni na ta seznam, borzni posredniki ne smejo priporočati strankam in jih tudi ne smejo kupovati oziroma prodajati za račun borzno posredniške družbe, za svoj račun oziroma za račun z borzno posredniško družbo (Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004).

5.1.9 Kršitve prepovedi uporabe notranjih informacij

V 397. členu ZTVP-1A 2004 so določene višine glob, ki jih morajo plačati pravne osebe in odgovorne osebe pravnih oseb v primeru:

- pridobitve ali razpolaganja s finančnimi instrumenti na podlagi notranjih informacij,
- razkritja notranjih informacij tretjim osebam,
- neupoštevanja zahtev agencije glede posredovanja poročil, pojasnil, podatkov in dokumentacije.

Spodnja tabela prikazuje primerjavo denarnih kazni določenih v ZTVP-1 in ZTVP 1A.

Tabela 1: Višina denarnih kazni v ZTVP-1 in ZTVP-1A

	Višina denarnih kazni	
	ZTVP-1	ZTVP-1A
Pravne osebe	10-100 mio SIT	20-90 mio SIT
Odgovorne osebe pravnih oseb	250.000-500.000 SIT	200.000-900.000 SIT

Vir: Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 1999; Zakon o spremembah in dopolnitvah ZTVP, 2004

Z novim zakonom pregon trgovanja na podlagi notranjih informacij ne bo nujno učinkovitejši, saj zakon še vedno preveč podrobno opredeljuje notranje informacije kot tudi vse tiste vlagatelje, ki bi se z njimi lahko okoristili. Zakon tako dopušča obilico možnosti za iskanje pravnih lukenj in zaobhajanje pravil.

5.2 Kazenski zakonik RS

Trgovanje z vrednostnimi papirji na podlagi notranjih informacij je v 243. členu Kazenskega zakonika Republike Slovenije (v nadaljevanju KZ RS), ki je začel veljati 1.1.1995, opredeljeno kot samostojno kaznivo dejanje. Leta 1999 je bil sprejet Zakon o spremembah in dopolnitvah KZ RS, ki omogoča pregon oseb, ki zlorabijo notranjo informacijo in imajo zaradi svojega položaja ali poklica dostop do zaupnih podatkov, kot tudi tistih oseb, ki nimajo posebnega položaja ali dolžnosti v odnosu do notranje informacije. Zloraba notranje informacije se kaznuje z zapornom do treh. Relativni zastaralni rok je podaljšan s treh na pet let, absolutni zastaralni rok je 10 let.

Finančni trgi odpirajo vprašanje delovanja udeležencev na trgu. Gre za vprašanja etike in prava. Pravo zahteva pokorščino zakonu in se manifestira v objektivnosti človekovih dejanj in sankcijah, ki so zunanja dejanja fizične prisile. Stvar etike pa niso le zunanja dejanja, ampak tudi notranji nagibi. Bistvo človekovega etičnega dejanja je v njegovi subjektivni notranjosti, v človekovi volji ter njegovi razumni in svobodni odločitvi. Noben, še tako popoln in natančen pravni predpis, ne bo mogel preprečiti neetičnega ravnanja managerjev. Šele takrat, ko se bo manager zavedal etičnih in moralnih vrednot kot so poštenje, odgovornost, nepristranskost, nesebičnost in skrb za družbeno enakost, se bo zmanjšalo okoriščanje nekaterih posameznikov na račun drugih udeležencev na trgu.

6 DOMNEVNI PRIMERI INSAJDERSTVA V SLOVENIJI

V nadaljevanju bom opisala tri domnevne primere zlorabe notranjih informacij na slovenskem trgu kapitala. V primeru Leka so bili v zlorabe vključeni manjši delničarji in sekundarni insiderji. Kolinska in Gorenje sta primera, pri katerih je bil v zlorabo notranjih informacij vključen vrhnji management, kar je tudi razširjena praksa v tujini (primer: Enron, Worldcom in Ahold). Primer Gorenja je še posebej zanimiv, saj pri njem ne gre le za trgovanje na podlagi notranjih informacij s strani vrhnjega managementa, temveč tudi za poskuse umetnega dvigovanja cen delnic na trgu.

6.1 Kolinska

Kolinska d.d. je prvo večje slovensko podjetje oziroma prvo "stara" podjetje, ki je uvrstilo svoje delnice na organizirani trg. Vrednost delnice se je povišala od začetnih 1.000 na 6.500 tolarjev. Alojz Deželak je bil generalni direktor in predsednik uprave Kolinske d.d. od leta 1982 do 1. januarja 2005, ko ga je nasledil Iztok Brič. Leta 1996, ko je Kolinska prejela certifikat kakovosti ISO 9001, je Alojz Deželak dobil priznanje Združenja Manager za »Managerja leta«. Je tudi prejemnik visoke nagrade Gospodarske zbornice Slovenije za izjemne dosežke trajnejšega pomena v gospodarstvu, leta 2000 pa je prejel priznanje Mesta Ljubljane.

V drugi polovici novembra 2002 je Alojz Deželak prodal 3.500 delnic od 19.500 delnic Kolinske, ki jih je imel v lasti. Delnice je prodal po tečaju 5.500 tolarjev za delnico tik pred javno objavo informacije, da Kolinska ne bo obnovila pogodbe z Nestléjem, dolgoletnim licenčnim partnerjem (Smrekar, 2003, str. 2). Kolinska d.d. je imela licenčno pogodbo s švicarskim podjetjem Nestléjem za prodajo blagovnih znamk Nescafé in Nesquick. Prodaja omenjenih blagovnih znamk je za Kolinsko predstavljala pet odstotkov celotnega letnega prihodka od prodaje. Nestlé se je konec leta 2002 odločil, da bo združil distribucijo vseh svojih blagovnih znamk na enem mestu. Tako je podjetje Zepter s 1. januarjem 2003 postalo zastopnik za vse Nestléjeve izdelke pri nas in je s tem prevzelo od Kolinske zastopstvo za blagovni znamki Nescafé in Nesquick (Spasenič et al, 2002, str. 3).

Ljubljanska borza je marca 2003 ovadila Lojzeta Deželaka okrožnemu državnemu tožilstvu v Ljubljani zaradi domnevne zlorabe notranjih informacij, saj naj bi le ta prodal večjo količino svojih delnic Kolinske tik pred objavo cenovno občutljive informacije. Deželak je v medijih zanikal, da je pri prodaji delnic posloval z notranjimi informacijami. Dejal je, da je delnice prodal iz osebnih razlogov, saj je potreboval denar. Hčerki je namreč podaril 19 milijonov tolarjev (Spasenič et al, 2002, str. 3). Eden od njegovih argumentov, s katerim je oporekal insiderstvo, je tudi, da Nestlé ni bil tako pomemben partner Kolinske, da bi bil njegov umik lahko poslovno občutljiva informacija, ki bi vplivala na poslovanje podjetja in preko tega na vrednost delnic družbe (Einspiler, Tekavec, 2003, str. 16). Enakega mnenja je bil tudi Milan Kneževič, tedanji predsednik nadzornega sveta Kolinske, ki je v svoji izjavi za javnost dejal, da Nestlé ni bil tako pomemben partner Kolinske, saj je predstavljal le 3-5% letnega prometa, toliko pa lahko po njegovih besedah letno izgubi podjetje na kateremkoli trgu. Prav tako ni videl razlogov, da bi nadzorni svet Kolinske obravnaval vloženo kazensko ovadbo zoper Deželaka (Viršek, Tekavec, str. 18). Po objavi informacije o odhodu Nestléja iz Kolinske se tečaj delnic omenjenega podjetja ni bistveno spremenil. V mesecu novembru 2002 je tečaj delnic Kolinske nihal maksimalno v razponu dveh odstotkov v pozitivno in negativno smer. Nekaj dni po Deželakovi prodaji je tečaj delnic Kolinske celo rasel.

Ovadba zoper Deželaka ni dobila sodnega epiloga, saj jo je okrožno državno tožilstvo zavrglo. Ob odhodu iz Kolinske v pokoj je Deželak v intervjuju za Časnik Finance, na vprašanje o zlorabi notranjih informacij pri prodaji svojih delnic Kolinske, izjavil: »Izjemno me je bolelo. Prav srečen sem bil, ko so odgovorni organi vse zavrgli. Dejansko se nisem čutil popolnoma nič krivega. Še vedno pa me malo muči, ker ljudje preprosto ne pozabimo stvari, ki jih preberemo o nekom drugem. Ko sem prodal delnice, dejansko nisem vedel, da bo tuji partner odpovedal pogodbo s Kolinsko« (Frankl, 2004, str. 10-11). Ob prebiranju različnih člankov in izjav Alojza Deželaka v zvezi z omenjeno afero se mi je zdela najbolj neprimerna naslednja izjava: »Naredil sem napako, posla nisem prijavil, ker nisem vedel, da bi to moral storiti, in do sedaj sploh nisem slišal za ATVP in nisem vedel, kaj dela« (Mihajlovič, 2003, str. 7). Menim, da si predsednik uprave delniške družbe, ki je obenem pomemben delničar te družbe, katere delnice kotirajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, ne bi smel privoščiti nepoznavanja organa kot je ATVP.

6.2 Gorenje

Bivši predsednik uprave Gorenja Jože Stanič se je prvič srečal z Gorenjem leta 1983, kjer je zaradi poloma s Koertingom pol leta sodeloval pri saniranju Gorenja. Štiri leta kasneje se je v Velenje vrnil za direktorja Gorenja Commerce. Marca 1990 je prevzel vodenje Gorenja gospodinjskih aparatov, februarja 1993 pa je postal predsednik poslovnega odbora holdinga Gorenje. Predsednik uprave Gorenja je postal po lastninjenju leta 1998. Pred Gorenjevim obdobjem je delal v Pivovarni Laško sedemnajst let, nazadnje kot direktor. Bil je tudi dve leti direktor LB-Splošne banke Celje in štiri leta direktor laškega Tima. Upokojil se je 17. julija 2003 v 63. letu starosti (Piano, 2003, str. 4).

Jože Stanič je domnevno zlorabil notranje informacije s prodajo delnic Gorenja, ko je bil njihov tečaj zaradi govoric o morebitnem prevzemu s strani Elektroluxa na vrhu. Visoko vrednost delnic Gorenja je izkoristil in je 5.11.2002 prodal 20.600 delnic Gorenja, ki jih je imel v lasti. Pred prodajo je imel v lasti 22.619 delnic Gorenja ali 0,18 odstotka izdaje in je sodil med 50 največjih lastnikov Gorenja. Delnice je prodal po 4.886 tolarjev in je zanje iztržil okoli sto milijonov tolarjev. Po prodaji delnic Gorenja je govorice o prevzemu javno zanikal, vrednost delnice je v naslednjih tednih upadla za nekaj sto tolarjev (Smrekar, 2003, str. 6). Za razliko od Alojza Deželaka Jože Stanič ni želel odgovoriti na vprašanje, zakaj se je odločil za prodajo. Dejal je le, da se človek za prodajo lahko odloči iz različnih, tudi osebnih razlogov.

En dan po Staničevi prodaji, to je 6.11.2002, je družba Gorenje podala sporočilo za javnost, v katerem so označili govorice o prevzemu za špekulacijo. Po njihovih podatkih je Gorenje razvijalo poslovno sodelovanje s posameznimi proizvajalci gospodinjskih aparatov, poslovna srečanja z njimi pa so bila še posebej intenzivna v času, ko so pripravljali poslovne načrte za naslednje leto. Rast tečaja Gorenjevih delnic so označili za upravičeno glede na rezultate, ki so jih dosegli v letu 2002, saj so z njimi presegli načrtovane cilje. Čisti poslovni dobiček se je zvišal za 19 odstotkov na 3,8 milijarde tolarjev, čisti prihodki od prodaje so se povečali za 11,4 odstotka, skupen obseg naložb v skupini Gorenje je dosegel 13,3 milijarde tolarjev (Redakcija poslovnega dnevnika Finance, 2002, str. 2). V prilogi 1 se nahaja celotno sporočilo za javnost.

Gorenjeve delnice so zaradi govoric o prevzemu s strani Elektroluxa pred Staničevo prodajo rasle, in sicer so 5.11.2002 zrasle za 4 odstotke in dosegle vrednost 4.886 tolarjev na delnico. Dnevni promet z delnicami se je gibal okoli 126 milijonov SIT. Tečaj je bil višji za 7 odstotkov v primerjavi s 3.11.2002. Delnice Gorenja so od začetka oktobra do začetka novembra zrasle za 16 odstotkov (Usenik, 2002, str. 3). Staničevo prodajo Gorenjevih delnic so špekulanti razumeli kot močan signal oziroma kot znamenje za prodajo delnic. Stanič je namreč dobro vedel, da je tečaj Gorenja napihnjen in da je njegova rast predvsem posledica govoric o morebitnem prevzemu. Marsikateri borznik je zato ravnal podobno kot predsednik Gorenjeve uprave in tečaj Gorenja je začel padati (Hočevar, 2002, str. 2). 7.11.2002 so delnice ob prometu dobrih 275 milijonov tolarjev padle za 2,24 odstotka. Enotni tečaj Gorenja se je 12.11.2002 pocenil za 1,5 odstotka,

promet z Gorenjevimi delnicami je znašal 83 milijonov tolarjev. Enotni tečaj delnic Gorenja je 13.11.2002 ob prometu 85,7 milijona tolarjev padel za 3,04 odstotka, na 4.710,36 tolarja. Tako povpraševanje kot tudi ponudba po delnicah sta bila dokaj razpršena med borznimi udeleženci (Spasenić, 2002, str. 11).

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev je marca leta 2003 vložila ovadbo zoper Jožeta Staniča okrožnemu državnemu tožilstvu v Ljubljani, v kateri je bil osumljen zlorabe notranjih informacij in kršitve 243. člena kazenskega zakonika. Komentar Jožeta Staniča na ovadbo je bil, da je neobičajno in nesprejemljivo, da prizadeti za ovadbo izve iz poslovnega tabloida (Pust, 2003, str. 16). Stanič sicer ni zanikal, da so mu bile glede na njegov položaj v Gorenju notranje informacije neposredno dostopne, je pa poudaril, da je kakršnokoli podtikanje o tem, da je zlorabil položaj primarnega insiderja brezpredmetno. Dejal je, da je delnice prodal zato, da bi tako dokazal, da ni nobenih razgovorov o prodaji Gorenja ter je obenem zanikal vsa namigovanja o tem, da je bil z Elektoluxom že dogovorjen za ceno ob prevzemu (Einspiler, Tekavec, 2003, str. 16). Kazenska ovadba zoper Staniča je bila zavržena, saj po mnenju kriminalista Dušana Mohorka ni bilo nikakršnih razlogov, da bi zoper njega sprožili kakšno preiskavo. Preiskava bi morala namreč dokazati, da je imel Stanič naklep zlorabiti občutljive informacije zato, da je svoje delnice prodal dražje, kot bi jih sicer. Vendar to še ne zadošča. Za kaznivo dejanje ni dovolj, da cena delnic pade ali zraste, temveč da bi sporočitev takšne informacije pomembno vplivala na ceno, kar je pravni standard. To, da se cena spremeni za 10 ali 30%, čeprav gre za milijardne zneske, še ni nujno, da to takoj pomeni, da gre za pomembno spremembo. Četudi je Stanič s prodajo svojih delnic v določenem trenutku dobro zaslužil, še ne pomeni, da je storil kaznivo dejanje (Gerovac, 2003, str. 5).

Zakon o trgu vrednostnih papirjev ni predpisoval nobene obveznosti v času, ko sta Jože Stanič in Alojz Deželak prodala delnice Gorenja in Kolinske, da bi morala uprava, ki kupuje ali prodaja, delnice podjetja, ki ga vodi in to podjetje kotira na borzi, o tem obvestiti javnost. Obveščanje javnosti o teh dogodkih je bila takrat samo priporočljiva praksa. Glede na razmere na trgu bi nedvomno objava takšnih informacij naletela na odobravanje špekulantov, ti bi Staniča in Deželaka še precej časa dajali za zgled drugim direktorjem podjetij iz kotacije A (Hočevnar, 2002, str. 2). Edina zakonska obveza Jožeta Staniča in Alojza Deželaka je bila, da sta morala o prodaji Gorenjevih in Kolinskih delnic poročati ATVP najpozneje v desetih dneh po sklenjenem poslu. Register o prodajah in nakupih članov uprave in nadzornih svetov še takrat ni bil javen, ker so menili, da to ni primerno, saj vsebuje osebne podatke. Javen je postal šele s sprejetjem ZTVP-1A.

Jože Stanič in Alojz Deželak veljata za primarna insiderja, ki sta prodajala delnice podjetja, ki sta ga vodila, v času, ko sta razpolagala z notranjimi informacijami, ki še niso bile na razpolago ostalim vlagateljem. Menim, da sta s tem dejanjem pokazala, da jima spoštovanje etičnih pravil in moralnih kodeksov ni prioriteta. Obadva sta namreč pridobila premoženjsko korist na račun ostalih delničarjev.

6.3 Lek

Švicarsko farmacevtsko podjetje Novartis, ki združuje originalno in generično proizvodnjo zdravil, je prevzelo slovensko farmacevtsko družbo Lek d.d. jeseni leta 2002. Tečaj delnic Leka se je v avgustu 2002 zvišal za 51%, v naslednjem mesecu pa še za dodatnih 10%. Kljub temu, da je bila prevzemna cena znana, je promet z delnicami Leka avgusta predstavljal 19% prometa z vsemi delnicami na Ljubljanski borzi, septembra pa celo 22, 8%. Skupna kupnina za vse delnice je takrat preseгла celotni borzni promet v prvih šestih mesecih (Bilten Ljubljanske borze, februar 2003, str. 17).

Ljubljanska borza in ATVP sta v letih 2002 in 2003 zaradi suma zlorabe notranjih informacij vložili 18 ovadb proti 19 fizičnim osebam in trem pravnim osebam na okrožno državno tožilstvo v Ljubljani. Poleg lekovev je bilo ovadenih nekaj sodelujočih pri pripravi skrbnega pregleda poslovanja ter neposredno povezane osebe (očetje, stare mame) zaposlenih v Leku (Weiss, 2005, str. 2). Ovadene pravne in fizične osebe so nakupile več delnic Leka tik pred zaustavitvijo trgovanja z njimi, ki se je zgodilo 23. avgusta 2002, na dan, ko je bila javno objavljena informacija o ponudbi za odkup vseh delnic. Omenjene osebe so kupovale delnice po takratni borzni vrednosti (okoli 66 tisoč tolarjev), po javni objavi in odprodaji je ta vrednost narasla na 105 tisočakov. Tečaj Leka je od marca do avgusta 2002 zrasel za 50 odstotkov (Pačnik, Biščak, 2003, str. 26). Ljubljanska borza in ATVP nista izdali imen ovadenih oseb, potencialni insiderji bi lahko bili naslednji: tedanji svetovalec Lekove uprave Simon Oblak, ki je imel 0,44 odstotka prednostnih delnic in je do konca maja dokupil še šest delnic. Sledil mu je tedanji član uprave Leka, Marko Podbevšek, ki je takrat dokupil 57 delnic in je s tem imel 0,27 odstotka prednostnih delnic. Tedanji pomočnik uprave Stanislav Peter Ahlin je svoj delež prednostnih delnic povečal na 0,24 odstotka, tedanja članica uprave Alenka Vukadin Škulj pa na 0,2 odstotka. Poleg teh oseb so svoj delež povečevale še nekatere druge fizične in pravne osebe. Lekove prednostne delnice je kupila Abanka, ki je s tem postala tri odstotni lastnik in Diors, ki je postal 0,24 odstotni lastnik. Delnice Leka je kupovala tudi borzna hiša Medvešek Pušnik. Ta je zase in za svoje stranke dan pred objavo, da se Novartis zanima za Lek, kupovala Lekove delnice, čez nekaj dni so jih prodali. Stranki hiše sta bili Nisa in Rent A. Od maja do konca avgusta so deleže med drugimi povečevali dunajska Bank Austria in Zavarovalnica Triglav ter Zlata moneta 1. Od konca avgusta do konca septembra so povečevali deleže Kad (7,5 odstotka), Lazar Capital Markets (4 odstotke), Credit Suisse First Boston (0,8 odstotkov), Zavarovalnica Triglav (2,2, odstotka), KD Investments (1,1 odstotek) in Luka Koper (1,1 odstotek). Fizičnih oseb, ki so v poletnih mesecih povečevale svoje deleže v Leku, je bilo veliko. Največji delež med njimi so predstavljale osebe na vodilnih položajih v Leku, saj so ti povečevali svoje deleže zaradi nagrad v delnicah, ki so jih prejeli v tem času (Praprotnik, 2003, str. 4). V obdobju kupovanja Lekovih delnic s strani domačih kupcev zaradi govoric o prevzemu so delnice v veliki meri prodajali tuji kupci, med katerimi je prevladovala Bank Austria CA. Po mnenju nekaterih so s tem tuji želeli znižati tečaj delnic Leka in s tem omogočiti Novartisu dobro pogajalsko izhodišče. Maja 2002 so imeli tuji delničarji 25,5 odstotkov Leka.

Ena od ovadb je bila podana zoper prvega moža borznoposredniške hiše Medvešek Pušnik, Bogdana Pušnika. Ta je v izjavi za javnost dejal, da so v njihovi borzno posredniški hiši kupovali Lekove delnice v večjem obsegu dan pred objavo prevzema zato, ker so vedeli, da bo nekdo ponudil prevzem. To sporno trditev je Pušnik pojasnil s tem, da ni vedel, kdaj bo prevzem, kdo bo prevzemnik in po kakšni ceni se bo realiziral prevzem. Pri svojih analizah so ocenili verjetnost prevzema v farmacevtski panogi na 15 odstotkov, donos v primeru prevzema pa na 70 odstotkov (Ručna, 2002, str. 3). Bogdanu Pušniku so zaradi domnevnih nepravilnosti pri poslovanju odvzeli licenco v Bosni. Borzna hiša Medvešek Pušnik je imela vseskozi burno zgodovino, saj so bili udeleženi pri večini poslov, ki so dišali po uporabi notranjih informacij. Pinterič (2003, str. 17) meni, da je borza zagotovo teren, kjer redkim uspe. Taki pa morajo vedno krmariti na meji dovoljenega in početi tisto, kar ni prepovedano, in ne tistega, kar je dovoljeno. Bogdan Pušnik je očitno človek, ki ljubi adrenalin. Ljudje, ki ga poznajo, menijo, da je značilni posrednik z Wall Streeta: nepopustljiv, dinamični borzni posrednik z izjemnim občutkom za izbiro naložb. Pri domnevni zlorabi notranjih informacij v Leku ni najbolj sporno to, ali je Pušnik morebitno informacijo izkoristil ali ne, pomembnejše je vprašanje, kako jo je sploh dobil.

ATVP je poleg zasliševanja ovadenih fizičnih oseb zaradi suma zlorabe notranjih informacij pri prevzemu Leka s strani Novartisa preiskovala tudi Lekove nagrade v delnicah. Lekovi vodilni delavci so namreč junija 2002 dobili izplačano polovico nagrad za leto 2001 v delnicah Leka. Tovrstne nagrade sicer prejemajo že od leta 1995. Po mnenju ATVP je lahko takšno nagrajevanje v delnicah posledica zlorabe notranjih informacij, saj je potekalo v kritičnem času (Praprotnik, 2003b, str. 4).

Insiderstvo v Leku je dobilo epilog šele maja 2005, ko sodišče ni odobrilo poseganja v zasebno sfero določenih posameznikov, kljub temu da ATVP trdi, da so vsaj tri zlorabe popolnoma jasne. Višja državna tožilka je zadevo pojasnila takole: "Ni nam uspelo priti do relevantne dokumentacije Leka, vezane na pogajanja z Novartisom, s katero bi opredelili krog osumljencev, ki so bili z dokumentacijo predhodno seznanjeni. Tako nismo mogli potrditi utemeljenega suma, da so osumljeni res zlorabili notranje informacije" (Vozel, 2005, str. 5). Tožilstvo je ovadbe poslalo ljubljanski policijski upravi, ki jo je v predkazenskem postopku ustno in pisno usmerjalo. Poleg pogovorov z nekaterimi vodilnimi v Leku je policija (po 148. členu zakona o kazenskem postopku - ZKP) od te družbe zahtevala dostop do dokumentacije, ki se nanaša na postopek pogajanja z Novartisom, in seznam oseb, ki so pri pogajanjih sodelovale in pripravljale pogajalska gradiva. Lek je možnost vpogleda v pogajalsko dokumentacijo zavrnil zaradi njene strogo zaupne narave, zato je policija marca 2004 preiskovalnemu sodniku predlagala, naj izda sodno odredbo za pridobitev podatkov in pogajalske dokumentacije. Slednji tega ni storil, ker je ocenil, da mora predlog dati okrožni državni tožilec. Tožilstvo je maja lani ljubljanskemu okrajnemu sodišču predlagalo, naj Leku na podlagi členov 165/I ZKP odredi izročitev vse merodajne dokumentacije, povezane s pogajanjem z Novartisom - v pregled in morebitni zaseg. Preiskovalna sodnica se s tem predlogom ni strinjala in ga je dala v obravnavo zunajobravnavnemu senatu. Senat je tožilski predlog zavrnil s pojasnilom, da bi se z zasegom Lekove dokumentacije iskalo do sedaj še neznanega storilca kaznivega dejanja, kar pa ni namen

te zakonske določbe, kot tudi, da bi bilo nesorazmerno poseženo v zasebnost posameznikov. Ker s tem ne policiji ne tožilstvu ni uspelo priti do relevantne pogajalske dokumentacije in opredeliti kroga osumljencev, je tožilstvo 10. maja 2005 ovadbe zavrnilo (Weiss, 2005, str. 2).

ATVP se je z Lekom ukvarjala osem mesecev in je imela pri tem 1,5 milijona tolarjev stroškov. Opravili so zaslišanja vseh 22 ovadenih oseb (19 fizičnih in treh pravnih). Eden od borznih poznavalcev je Boraka obtožil, da naj bi pri prevzemu Leka videl nešteto namišljenih sovražnikov: »Pri Leku nisem dobil občutka, da bi šlo za insiderstvo, saj je cena poskočila šele na tisti dan, ko je v javnosti odjeknila novica o pogajanjih za prevzem, prej večjih nakupov ni bilo opaziti« (Pinterič, 2003a, str. 21).

V primeru Leka so slovensko tožilstvo, policija in sodstvo dokazali, da ne znajo nastopati enotno v boju zoper poslovanja na podlagi notranjih informacij ter da imajo premalo znanja in izkušenj s tega področja. Menim, da sodna oblast v tem primeru ni izvedla svoje primarne funkcije, zagotoviti enakost vseh pred zakonom, temveč je dokazala, kako zelo daleč je v odnosu do etičnosti in moralnosti in kako zelo blizu korupcije ter pod vplivom vodilnih slovenskega gospodarstva in politike.

Menim, da je šlo v primeru Leka za zlorabo notranjih informacij, saj so bile izpolnjene vse štiri zahteve iz 275. člena ZTVVP-1A. Informacija o prevzemu Leka je bila natančna, saj je vsebovala vsa obstoječa dejstva in okoliščine, nanašala se je neposredno na enega izmed izdajateljev finančnega instrumenta, informacija ni bila dostopna javnosti, ko je bila znana javnosti je pomembno vplivala na ceno finančnega instrumenta, saj je cena delnic Leka po objavi informacije o prevzemu zrasla za 37%. V primeru Kolinske ni bil izpolnjen četrti pogoj, saj se po objavi informacije, da Nestlé zapušča Kolinsko, cena delnic Kolinske ni bistveno spremenila. Pri Gorenju ni bil izpolnjen prvi in četrti pogoj, informacija ni bila natančna, saj je šlo samo za govorice o prevzemu, cena delnic Gorenja se po javnem zanikanju govoric o prevzemu ni bistveno spremenila, tečaj je padel za približno 3 odstotke.

7 ORGANI PREGONA INSIDERSTVA V SLOVENIJI

Preiskovanje insiderstva je zapleteno, saj gre ponavadi za težko dokazljive stvari. Poleg tega morajo preiskovalci imeti pogum oziroma hrbenico, ker se je zoprno zapletati z vplivnimi ljudmi.

Postopek odkrivanja poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji je naslednji: ATVP ali borza predložita tožilstvu dokaze ali indice, da obstaja pri določenih transakcijah z vrednostnimi papirji sum zlorabe notranjih informacij. Nato tožilstvo na podlagi obvestila ugotovi in presodi, ali je potrebno nadaljevati z zbiranjem dokazov ali ne. Za obravnavo morajo biti izpolnjeni naslednji pogoji: osumljeni mora biti na položaju, kjer lahko dobi notranje

informacije, te morajo vplivati na ceno vrednostnega papirja in s takšnimi informacijami se mora tako ali drugače tudi okoristiti. Šele nato tožilstvo preda zadevo sodišču.

Za uspešen pregon insiderstva je torej potrebno intenzivno sodelovanje ATVP, Ljubljanske borze, tožilstva in sodišča. Vsak posamezen organ ima pomembno vlogo pri pregonu, njihov skupen in usklajen nastop pa je zagotovo največje orožje v boju proti insiderjem.

7.1 Agencija za trg vrednostnih papirjev (ATVP)

ATVP je bila ustanovljena 13. marca leta 1994 na podlagi ZTVP-ja. Je neodvisna organizacija, ki ima nalogo izvrševati nadzor ter druge naloge in pristojnosti, določene z zakonom, z namenom, da ustvari možnosti za učinkovito delovanje trgov vrednostnih papirjev in ustvari zaupanje vlagateljev vanje. Opravlja dve poglavni obliki nadzora, in sicer s spremljanjem poročil in obvestil, ki jih prejme od zavezancev k poročanju in drugih oseb, ter z opravljanjem pregledov poslovanja posameznih subjektov. Spremljanje poročil in obvestil, ki jih ATVP prejme od zavezancev k poročanju in drugih oseb, poteka na treh ravneh (formalni, logični in vsebinski) ter v dveh fazah (ob prejemu in obdelavi poročila in naknadno v primeru sistematičnih nadzorov in kot pomoč oziroma navzkrižna kontrola v zvezi s postopki, povezanimi z opravljanjem pregledov poslovanja). V letu 1996 je bila vzpostavljena povezava med ATVP in Ljubljansko borzo za vpogled v borzni trgovalni sistem (BTS), v letu 1997 pa še povezava med Agencijo in Klirinško depotno družbo. Obe povezavi omogočata neposreden vpogled v nekatere podatke o opravljenih poslih posameznih pooblaščenih udeležencev na trgu vrednostnih papirjev.

Na slovenskem kapitalskem trgu še vedno prihaja do nepravilnosti, čeprav je bila sprejeta ustrezna zakonodaja in trg deluje uspešno že deset let. Zato je delo ATVP kot nadzornega organa trga vrednostnih papirjev še posebej pomembno. Neven Borak se je s prihodom na vodilno mesto ATVP svojega dela lotil zelo resno. Zaveda se, da v Sloveniji na področju zlorabe notranjih informacij ni razvite sodne prakse in da je zaradi številnih razlogov preganjanje insiderjev zahtevno dejanje. Zadeve se je lotil tako, da skuša v poslovni javnosti vzbuditi strah in iz zavesti slovenskih poslovnežev pregnati vsemogočnost in občutek nedotakljivosti. ATVP je pod njegovim vodstvom podala številne ovadbe zoper slovenske poslovneže zaradi suma zlorabe notranjih informacij, vse skupaj je tudi medijsko začinila.

Na ATVP so se februarja 2003 lotili izdelave načrta *pajek*. To je računalniški program, ki ga najdemo na spletnih straneh GVIN. Gre za pajkovo mrežo, v kateri je povezana večina podjetij ali pa vsa država. Preko te pajkove mreže pregledujejo ravnanje omrežja podjetij, najbolj izpostavljenih javnih družb, subjektov, ki sodijo pod nadzor ATVP in bank. Pri naštetih osebah pregledujejo vzorce obnašanja, jih dokumentirajo, ugotavljajo, kaj je sporno in sprožajo ustrezne dejavnosti po zakonu o trgu vrednostnih papirjev. To pomeni, da lahko nekaterim igralcem na

trgu vrednostnih papirjev, če ti kršijo zakon, odvzamejo licenco. To je najstrožji ukrep, ki ga ima na voljo ATVP (Smrekar, 2003, str. 2). Agencija lahko pri nadzoru zahteva tudi podatke o poslih, ki so bili opravljeni mimo trga. Njihov sistem preknjižb vrednostnih papirjev in celotnega vodenja centralnega registra nematerializiranih vrednostnih papirjev v KDD omogoča natančen nadzor nad posli, tako na trgu kot zunaj njega (Pinterič, 2002, str. 6). Pozorni so predvsem na posle, ki so bili sklenjeni v določenem obdobju, preden je kaka informacija prišla v javnost. To je trenutek, ko je informacija najverjetneje obstajala kot notranja informacija. Težje kot dokazati, da je nekdo nek posel sklenil, je dokazati, da je s to informacijo razpolagal in jo uporabil za pridobitev koristi.

Dušan Mohorko, dolgoletni voditelj različnih kriminalističnih oddelkov policije, je izrazil nezadovoljstvo z delom ATVP. Po njegovem mnenju ATVP in Ljubljanska borza prehitro vlagata ovadbe zaradi suma zlorabe notranjih informacij in s tem otežujeta kriminalistom zbiranje dokazov za morebitno storjeno kaznivo dejanje. S tem se ti dve instituciji postavljata v vlogo organa odkrivanja in dokazovanja kaznivih dejanj, za kar pa nista usposobljeni. Meni tudi, da je neresno s strani ATVP, da le ta najprej napove kazensko ovadbo, šele potem pa da priložnost organom pregona, da stvar nadaljujejo, saj s tem ovadeni postanejo previdnejši in je zato dokaze veliko težje zbrati. Za utemeljen sum namreč niso dovolj samo transakcije z vrednostnimi papirji, ki so sicer dokumentirane. Potrebno je dokazati naklep ter da je nekdo insidersko informacijo zlorabil v subjektivnem smislu, jo sporočil komu drugemu oziroma jo kako drugače izkoristil. Te stvari niso razvidne iz tehnične analize, ki jo opravlja ATVP, temveč gre za nekaj več, to pa morajo pravosodni organi dokazati. Po mnenju Mohorka ATVP uporablja takšne metode zato, ker so privlačne za medije, saj se o tem veliko piše, kar pomeni določen vpliv na udeležence na trgu. Meni tudi, da s potjo, ki si jo je izbrala ATVP ali tako, da nekdo samo straši udeležence, ne bo mogoče urediti trga vrednostnih papirjev (Gerovac, 2003, str. 5).

Upajmo, da bodo prizadevanja ATVP prinesla tudi vidne rezultate. Menim, da bi bilo smiselno povečati pristojnosti ATVP, saj bi se tako lahko uspešneje borila proti insiderjem. Povečanje pristojnosti nadzornim organom se je izkazalo v ZDA za zelo uspešno, saj velja za državo, ki je najučinkovitejša pri pregonu tovrstnih storilcev kaznivega dejanja.

7.2 Ljubljanska borza

Prvi trgovalni sestanek na ljubljanskem parketu je bil 29. marca 1990, na njem je sodelovalo 14 borznih posrednikov, ki so trgovali z 11 vrednostnimi papirji. Konec leta 1993 so člani borze začeli trgovati z vrednostnimi papirji prek elektronskega sistema BIS, zadnji borzni sestanek je bil 14. decembra 1995. Prva delnica iz procesa lastninskega preoblikovanja, Kolinska, je na borzi začela kotirati 8. januarja 1996.

Informacije morajo biti pravočasne, resnične in čimbolj popolne. Če borzni posrednik niha med tem, katero od dveh približno enako dobrih in perspektivnih podjetij bo svetoval stranki v nakup,

bo izbral tisto, o kateri več ve in za katero predvideva, da bo tudi v prihodnosti dobival več informacij o tem podjetju (Jovanovski, 1999, str. 7).

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev se zaveda dejstva, da se verjetnost zlorabe notranjih informacij občutno poveča, če podatki niso objavljeni ali so neustrezno objavljeni. Pri podjetjih je pomembno, katere informacije sporočajo javnosti, kdaj in kako ter kdo zanje izve prvi. Odnose z vlagatelji je mogoče načrtovati in komunikacijo med podjetji izboljšati tako, da dobijo vlagatelji tiste informacije, ki so zanje pomembne. V ta namen je pripravila celovit sistem elektronskega obveščanja (SEO), katerega podlaga ni več tiskan medij kot doslej, temveč spletna tehnologija. Pri snovanju sistema je borza upoštevala predvsem izkušnje londonske borze. Sistem obveščanja vlagateljev preko spleta je zmanjšal stroške obveznega obveščanja izdajateljev vrednostnih papirjev ter jih hkrati prisilil k doslednejšim objavam cenovno občutljivih informacij. Ker podjetjem ni več potrebno plačevati časopisnega oglasa, so pripravljena objaviti več informacij. Od 15. januarja 2002 imajo javne družbe možnost izbire mesta objave. Svoja obvestila lahko objavijo v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Republike Slovenije ali na SEOnet-u. O izbiri objave oziroma njegovi spremembi morajo javnost obvestiti (Lovka, Kitek-Ulaga, 2002, str. 10).

Na Ljubljanski borzi morebitne insiderje odkrivajo s spremljanjem trgovanja. Sumljiv je večji neobičajni promet z delnicami, pozorni so tudi na različne dogodke. Če neko podjetje objavi prevzem, nadzorniki pregledujejo posle z delnicami podjetja, ki naj bi ga prevzeli, pred uradno objavo. Pozorni so na nakupe direktorjev, članov uprave, nadzornih svetov ter družinskih članov odgovornih oseb (Smrekar, 2002a, str. 2).

7.3 Tožilstvo

Slovensko državno tožilstvo ima premalo kadra ter znanja za vodenje težkih postopkov s področja gospodarskega kriminala. Posledica tega je premalo obtožnih predlogov in obtožnic ter veliko število nerešenih primerov, ki so v postopkih več let. Pri tem lahko omenimo primer Igorja Laha, ki je bil osumljen zlorabe položaja. Tožilcu so dodelili primer šele šest let po tem, ko je ATVP Laha ovadila, in sicer takoj po tem, ko so na primer opozorili mediji. Obtožnica je bila napisana tik pred zastaranjem primera. To nakazuje na dejstvo, da je tožilstvo premalo učinkovito. Storilci so neprimerno hitrejši od svojih preganjalcev. Z dobrim odvetnikom so tako vedno korak pred zasledovalci. Državno tožilstvo ima omejen proračun, ki ga lahko nameni za mnenja strokovnjakov, s tem pa si lahko obramba pridobi prednostni položaj.

S problemom pomanjkanja znanja tožilcev in sodnikov se srečujejo tudi v Evropi. Postopki zaradi insiderstva in tečajnih goljufij so za številne tožilce in sodnike še vedno precej redki in predpisi še vedno preveč novi. Pogosto si sodniki po mnenju kritikov sploh ne prizadevajo, da bi izpopolnili svoje znanje o tem. Sodniki velikokrat še med postopkom sprašujejo za razlago različnih borznih in drugih strokovnih izrazov. Pri njih je še vedno pogosto opazen negativen

odnos do vlagateljev. V očeh mnogih je namreč borza čista loterija, naložbe v delnice pa čisto tveganje, s katerim bi se vlagatelji morali sprijaznili (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13). Kot zanimivost naj omenim, da Slovenija nima niti enega specializiranega tožilca za področje insiderstva. Prav tako kriminalistična policija nima nobenega človeka, ki bi bil usposobljen za primere insiderskih zlorab, čeprav imajo sistematiziranih 140 delovnih mest za področje gospodarskega kriminala.

Tožilstvo med zbiranjem dokazov pri kazenskih ovadbah zaradi suma zlorab notranjih informacij sodeluje s policijo. Pri tem lahko kriminalisti opravijo hišne preiskave, ne morejo pa uporabiti posebnih metod, kot sta nadzor telekomunikacij s prisluškovanjem ali snemanjem in nadzorovanje pisem in drugih pošiljk ter elektronske pošte. Takšni ukrepi so možni le za kazniva dejanja, določena po 150. členu zakona o kazenskem postopku, med katerimi ni kaznivega dejanja zlorabe notranjih informacij (Praprotnik, 2003, str. 2). Pri zlorabi notranje informacije je treba gledati na to, kdaj je nekdo z vrednostnimi papirji trgoval. Če je nekdo trgoval od tistega dne, ko mu je bila takšna informacija dostopna, morda najel posojilo in ga celo zastavil s kupljenimi delnicami, so to že dobri indici. Za obtožni predlog, ki ga tožilstvo vloži na okrajno sodišče, je potrebno več indicev kot dokazov (Smrekar, 2003, str. 3).

Po besedah Mirana Železnika z okrožnega sodišča v Ljubljani, je cilj tožilstva zaradi lažjega zbiranja dokazov proti insiderjem, okrepiti obveščevalno dejavnost, spremljati aktivnosti udeležencev na trgu vrednostnih papirjev, poskrbeti za dodatno izobraževanje tožilcev in policistov ter boljše sodelovanje med njimi, borzo, ATVP in policijo. Vsaka ustanova ima pristojnosti na svojem področju, za končni rezultat pa je potrebna usklajenost med vsemi. Meni, da je najslabše, če storilec ve, da ga nihče ne opazuje (Petavs, 2003, str. 2).

7.4 Sodišča

Ne samo tožilci, tudi sodniki še nimajo ustrezne sodne prakse, vendar se, kot pravi sekretar vrhovnega sodišča v Ljubljani Janko Marinko, s tem še ne obremenjujejo preveč. Prepričani so, da bodo takrat, ko bo treba, na to pripravljani. Na svoji tako imenovani kazenskopravni šoli, ki jo pripravijo dvakrat na leto in na kateri o svojih izkušnjah predavajo tudi tuji sodniki, so imeli leta 2003 na sporedu insiderje. Usposabljanje bo potrebno predvsem na okrajnih sodiščih, kjer lahko pričakujemo, da se bodo ti sodni procesi vendarle kmalu tudi začeli (Urbanija, Nidorfer, 2003a, str. 13).

Pogosto obramba temelji na dokazovanju "nematerialnosti" oziroma nepomembnosti narave informacij, ki so jih imeli osumljeni trgovalci. Obrambi je lahko v pomoč tudi dokaz o jasno izraženih likvidnostnih potrebah, ki so bile podlaga za odločitev za trgovanje in so kot take obstajale že pred trgovanjem (Urbanija, Nidorfer, 2003, str. 11).

Menim, da bi bilo za razvoj kapitalskega trga v Sloveniji koristno, da bi sodni epilog čimprej dobil kateri od domnevnih primerov zlorab notranjih informacij, četudi bi tožilstvo na koncu izgubilo. S tem bi se pokazala neučinkovitost zakonodajne ureditve in njen doseg. Ob morebitnem uspehu bi to bilo ugodno za kapitalski trg. Z izboljšano percepcijo o integriteti trga bi se namreč znižali stroški kapitala v državi.

Vzrokov za neuspešen pregon insiderstva v Sloveniji ne moremo v celoti pripisovati samo neuspešnemu delu ATVP, Ljubljanske borze, tožilstva, kriminalistov ter sodišč, saj je po mnenju mnogih eden od najpomembnejših prepletenost lastništva, kapitala in poznanstev. Navzkrižno lastništvo med bankami, družbami, zavarovalnicami, pokojninskimi skladi, paradržavnimi skladi, upravami gospodarskih družb in člani nadzornih svetov je tako razpredeno, da pravzaprav v nekem trenutku vsi natančno vedo, kaj se bo zgodilo, čeprav javnost o tem nima pojma. Če pa že ne vedo vsega o vsem, vedo dovolj o posameznih poslih, to pa je očitno dovolj, da vsi poberejo svoj kos kolača. Zadeva menda poteka nekako takole. Dve osebi se dogovorita, da bosta uporabili notranje informacije, pa je tretji sicer nekoliko jezen, ker ni izkoristil priložnosti. Jeza seveda ne traja dolgo, saj mu je povsem jasno, da bo ob drugi priložnosti sam izrabil notranjo informacijo. To pomeni, da ni nobenemu od največjih igralcev na borzi v interesu, da bi uničil to idilo. Nekaj primerov afer in zapletov v različnih podjetjih kaže, kako pomembno je, kdo sedi v nadzornem svetu določenega podjetja in komu je naklonjen. Nekateri poznavalci celo menijo, da na tem področju, kljub zakonodaji, vladajo tako rekoč incestuozna razmerja. Tako se v nadzornem svetu najdejo posamezniki, zaposleni v podjetju, ki niso člani uprave, so pa v hierarhiji takoj za njimi - npr. vodje financ in računovodstva. Dosti je primerov, ko so podjetja med seboj lastniško povezana in med sabo v nadzornih svetih izmenjajo še člani uprav. Razumljivo je, da si bodo v težkih časih tudi pomagali. Tudi borzniki in bankirji niso najbolj primerni člani nadzornih svetov, predvsem zaradi nevarnosti insiderstva. Normalno je, da bo borznik informacijo o podjetju, kjer je v nadzornem svetu, npr. o težavah tega podjetja, uporabil, in lahko pričel prodajati delnice (Prodnik, 2002, str. 9).

Mramor je mnenja, da je posebno problematično trgovanje s svežnji zunaj borze. Pri trgovanju s svežnji lahko opazimo dva problema; prvi je povezan z insiderstvom. Zlasti veliki delničarji, na primer institucionalni lastniki, imajo boljši dostop do informacij pri trgovanju s svežnji. Drugi problem je povezan s poslovnimi, finančnimi in drugimi dogovori med velikimi delničarji in njihovimi partnerji (Čeh, 2002, str. 9).

Tudi bivši direktor borze Draško Veselinovič je že pred časom menil, da je investiranje in dezinvestiranje v dolgoročne vrednostne papirje v resnici bolj rezultat govoric in informacij, ki jih poznajo le nekateri, kot posledica javno objavljenih dobrih ali slabih novic o podjetjih, katerih vrednostni papirji kotirajo na borzi. Po njegovem mnenju bo zlorabljanje insiderskih informacij v tako majhni državi kot je Slovenija, vedno problematično. Pri nekaj več kot dvomilijonskem prebivalstvu so sorodstvene in prijateljske vezi tako prepletene, da je širjenje informacij težko preprečevati. Po njegovih izkušnjah se finančna novica, ki naj bi bila dobro varovana, razširi v treh do štirih dneh. Opozarja tudi, da celo predsednik svetovnega združenja

borz o insiderstvu govori kot o olju, ki pospešuje delovanje ustroja, kakršen je trg vrednostnih papirjev. »Pri preprečevanju insiderstva je torej treba imeti pravo mero. Uvesti režim v policijsko –vojaški maniri bi pomenilo pokončati trg. Biti mora prepovedano in kazni morajo biti visoke« (Repovž, 1993, str. 19).

8 PREVENTIVNI UKREPI ZA PREPREČEVANJE ZLORABE

Insiderstvo je težko odkriti in dokazati, zato so pomembni predvsem preventivni ukrepi, ki onemogočajo tako ravnanje. Temeljno vodilo je zagotoviti vsem enak dostop do informacij, kar je z etičnega vidika najpravičnejše, saj omogoča enakopraven položaj vseh udeležencev na trgu kapitala.

Jovanovič (1997, str.42) in Špec (1996, str.135) priporočata naslednje preventivne ukrepe:

- objavljanje notranjih informacij;
- poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji;
- objava načrta ureditve, ki naj bi uslužbencem pojasnil, v katerem oddelku je posamezen uslužbenec zaposlen in katere so njegove naloge;
- poučitev uslužbencev o prepovedi zlorabe notranjih informacij;
- uslužbenci naj bi s podpisami sprejeli kodeks obnašanja;
- prepoved pogovorov o notranjih informacijah, uporaba šifriranih imen in števil za zaupne projekte;
- kitajske zidove.

Kitajski zid je ena izmed najpomembnejših oblik preventivnih ukrepov. Gre za ločitev posameznih področij poslovanja neke družbe. Oddelke je potrebno ločiti fizično in elektronsko ter s tem skušati preprečiti pretok informacij med posameznimi oddelki. Tako se zmanjšajo službeni stiki med uslužbenci v teh poslovnih delih, odnosi postanejo zelo neosebni in uradni. V družbah, ki se ukvarjajo z različnimi dejavnostmi, je zbrana velika količina notranjih informacij, zato ne obstaja samo nevarnost odtekanja notranjih informacij, temveč tudi pretakanja informacij iz oddelka v oddelke. Posebej to velja za finančne institucije (npr. banke), v katerih se prepletata komercialna in investicijska dejavnost. Tako lahko npr. informacija potuje iz kreditnega oddelka banke v oddelke za trgovanje z vrednostnimi papirji (Špec, 1996, str. 135). Velike gospodarske družbe ustanavljajo posebne oddelke, ki skrbijo za sistem delovanja kitajskega zidu.

Jovanovič omenja tudi varnostne sezname, ki so oblike kitajskih zidov in določajo postopke za nadzor nad ravnanjem zaposlenih, strank in lastnimi transakcijami finančne ustanove s strani državne institucije. Znanih je več vrst varnostnih seznamov (Jovanovič, 1997, str. 43):

- **Nadzorni seznam** je zaupen seznam izdajateljev vrednostnih papirjev in je namenjen nadzoru nad trgovanjem z njihovimi vrednostnimi papirji. Uporablja se v primerih, ko se

večina trgovanja posameznega udeleženca na trgu vrednostnih papirjev osredotoči na en sam vrednostni papir ali samo na nekatere vrednostne papirje. To dejstvo je lahko tudi signal za trg, da gre za trgovanje na podlagi notranjih informacij. Na takšnem seznamu so običajno vrednostni papirji do objave notranje informacije. Od takrat naprej so uvrščeni na seznam prepovedanih vrednostnih papirjev pri pooblaščenem udeležencu trga vrednostnih papirjev.

- **Seznam prepovedanih vrednostnih papirjev** je seznam podjetij, ki tem podjetjem prepoveduje trgovanje z lastnimi delnicami, prepoved se seveda nanaša tudi na zaposlene v teh družbah. Vrednostni papir je na tej listi prepovedanih vrednostnih papirjev, kadar pride finančna organizacije do poslovnih skrivnosti družbe, katere vrednostni papir je v borzni kotaciji. Ponavadi so na teh seznamih družbe, katerih emisijo spremlja banka.
- **Seznam govoric** je seznam, na katerega se uvrstijo družbe, katerih prejšnje trgovanje je povzročilo govorice ali o katerih se širijo govorice o pričakovanih transakcijah in so zato pod kontrolo uslužbencev posebnega oddelka komisije za trgovanje z vrednostnimi papirji (transakcije z vrednostnimi papirji na teh seznamih niso prepovedane). Namen takega seznama je predvsem, da se trgovanje razkrije pred določeno dejansko transakcijo.

9 ANKETA

Z anketo sem hotela ugotoviti, kako dobro anketiranci poznajo problem poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji, kateri dejavniki najbolj prispevajo k razširjenosti insiderstva pri nas, zakaj je preganjanje tovrstnega kaznivega dejanja v Sloveniji neuspešno in kakšno vlogo imajo pri tem mediji. Odgovoriti so morali tudi na vprašanje, ali mislijo, da je šlo v primerih Gorenja, Kolinske in Leka za zlorabo notranjih informacij. Etični odnos anketirancev do vprašanja zlorabe notranjih informacij sem skušala preveriti s 15. in 16. vprašanjem.

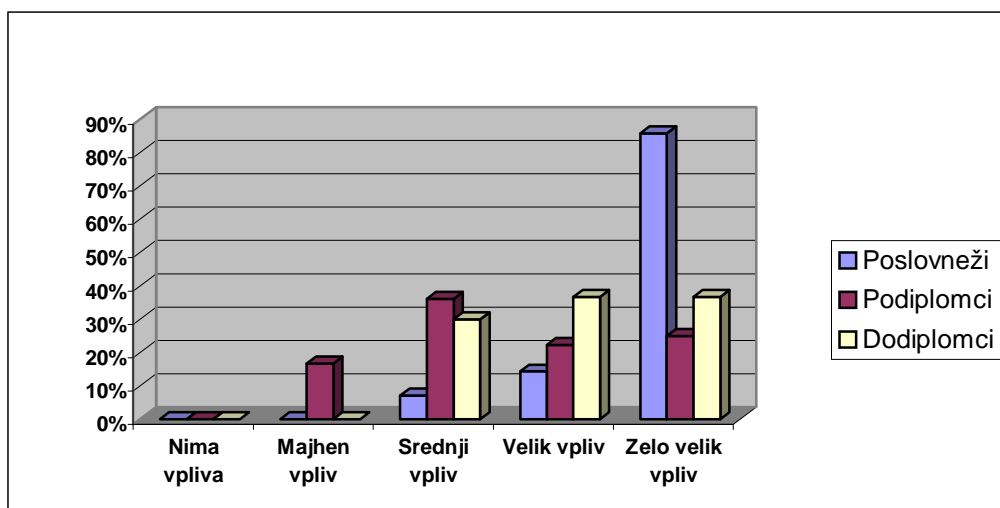
Anketa je bila anonimna, izbrala sem tri različne skupine vprašanih. Anketirala sem poslovneže, zaposlene v enem izmed slovenskih podjetij, dodiplomske in podiplomske študente Ekonomske fakultete v Ljubljani. Skupine sem poimenovala za dodiplomce, podiplomce in poslovneže. Pri tem moram opozoriti, da so bile skupine razmeroma majhne in zato ne moremo govoriti o reprezentativnem vzorcu, ki bi veljal za celotno Slovenijo. Vprašalnik in rezultati se nahajajo v prilogi 2 in 3.

Prvi sklop vprašanj je bil namenjen oceni poznavanja poslovanja na podlagi notranjih informacij, zakonodaje in razširjenosti tega pojava v slovenskem prostoru. Rezultati ankete so pokazali, da se 80% poslovnežev, 74% podiplomskih študentov ter 39% dodiplomskih študentov zaveda, da poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji ni dovoljeno. Večina od njih se je s tem pojmom seznanila na televiziji, kar 32%, 28 % v časopisu ter 22% v okviru učnega programa Ekonomske fakultete v Ljubljani. Poslovneži se dobro zavedajo, da je poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji zelo razširjeno, saj jih je tako menilo kar 80%. Med dodiplomskimi in podiplomskimi študenti se je ta odstotek gibal med 42 in 53. Malce

zaskrbljujoč je podatek, da kar 45% dodiplomskih študentov ter 42% podiplomskih študentov ne ve, da obstaja v Sloveniji zakon, ki ureja to področje.

Vse tri skupine vprašanih menijo, da imajo majhnost slovenskega finančnega prostora, slaba zakonodaja ter slab nadzor Ljubljanske borze vrednostnih papirjev in ATVP-ja velik vpliv na razširjenost poslovanja na podlagi notranjih informacij, medtem ko imata premajhna zavest slovenskih poslovnežev in slabo opravljeno delo sodišč nanj zelo velik vpliv. Zanimivo je, da je kar 86% anketiranih poslovnežev označilo premajhno zavest slovenskih poslovnežev za dejavnik, ki najbolj prispeva k razširjenosti poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji. Na podlagi tega lahko sklepamo, da med slovenskimi poslovneži dejansko prevladuje nizka morala v odnosu do tega kaznivega dejanja, najzanimivejše pa je, da se tega celo sami zelo dobro zavedajo. Po mnenju anketirancev so slabo sodelovanje finančnih kriminalistov z ATVP, borzo in KDD, premajhna zainteresiranost tožilstva za reševanje te problematike ter slabo urejena zakonodaja na tem področju najpomembnejši vzroki za neučinkovitost pri reševanju problema poslovanja na podlagi notranjih informacij.

Slika 1: Premajhna zavest slovenskih poslovnežev kot dejavnik, ki povečuje razširjenost insiderstva v Sloveniji.

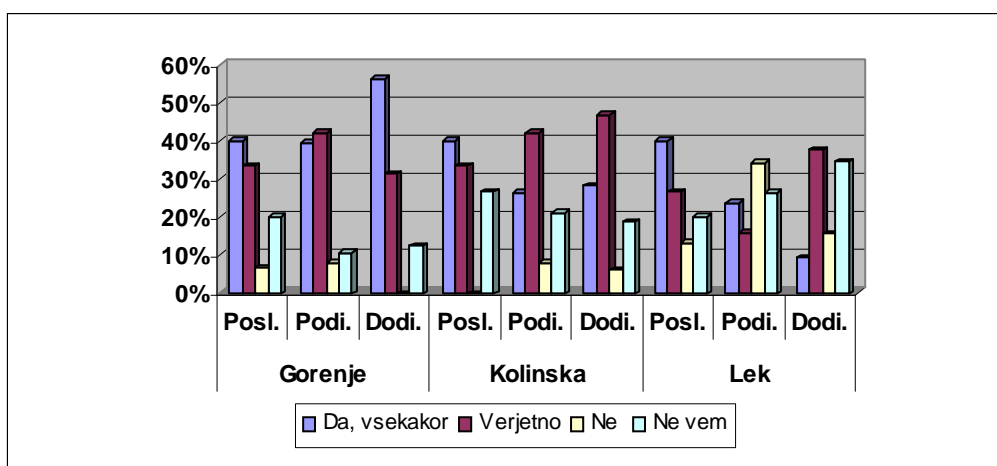


Vir: Rezultati ankete

Mnenja anketirancev glede zlorabe notranjih informacij v primeru Gorenja in Kolinske so bila med vsemi tremi skupinami zelo podobna, nekoliko so se razlikovala le v primeru Leka. Tako je 56% dodiplomcev, 40% poslovnežev in 39% podiplomcev menilo, da je Jože Stanič pri prodaji delnic Gorenja zlorabil notranje informacije. Anketiranci so v primeru Kolinske v manjšem odstotku menili, da je Alojz Deželak vsekakor zlorabil notranje informacije pri prodaji delnic Kolinske, je menilo 40% poslovnežev, 28% dodiplomcev in 26% podiplomcev. Zelo različna so bila mnenja v primeru Leka, kjer je samo 9% dodiplomcev menilo, da je vsekakor bilo prisotno poslovanje na podlagi notranjih informacij, kar 34% podiplomcev pa je menilo, da ni bilo prisotnega poslovanja na podlagi notranjih informacij. Iz rezultatov ankete je razvidno, da so bili anketiranci dobro seznanjeni z vsemi tremi primeri, saj jih je kar 80% vedelo, da ni prišlo v

nobenem izmed naštetih primerov do sodnega epiloga. Tako visok delež tistih, ki menijo, da Stanič ni ravnal pravilno, je mogoče posledica dejstva, da ni nikoli želel v javnosti komentirati prodaje delnic ter da je delnice prodajal v okoliščinah, ko je bila njihova cena zelo visoka. Odstotek tistih, ki so prepričani, da je Alojz Deželak ravnal v nasprotju z zakonom, je mogoče nekoliko nižji zato, ker je Deželak bolj transparentno komuniciral z mediji in je kot odgovor, zakaj je prodal delnice, navedel, da je rabil denar za hčerkino stanovanje. Rezultati v primeru Leka so najverjetneje tako različni, ker je bilo ovadenih več domnevnih insiderjev, katerih imena niso bila znana in so bili zato manj na očeh javnosti. Mediji imajo po mnenju vseh treh skupin pomembno vlogo pri reševanju in odpravi te problematike, saj je tako menilo kar 80% vprašanih, menili so tudi, da se v slovenskih medijih premalo piše o tej problematiki. K uspešnosti preganjanja insiderstva bi lahko prispevali z večjo organiziranostjo raziskovalnih novinarjev, pisanjem o domnevnih zlorabah in očrnitvijo insiderjev v očeh javnosti.

Slika 2: Ali je šlo v primeru Gorenja, Kolinske in Leka za poslovanje na podlagi notranjih informacij?

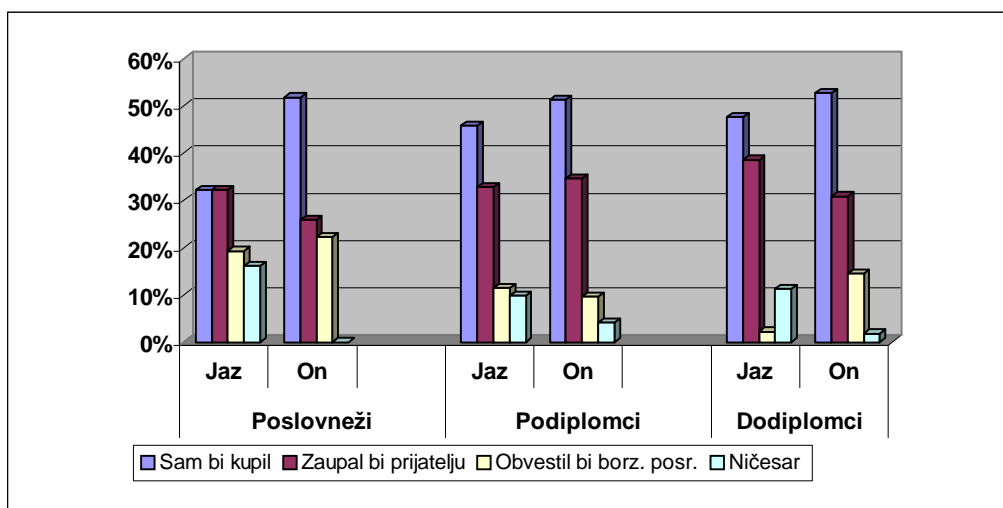


Vir: Rezultati ankete

Glavni namen 15. in 16. vprašanja je bilo ugotoviti odnos ali nagnjenost anketirancev do poslovanja na podlagi notranjih informacij. Zastavila sem jim enako vprašanje kot Boštjan Špec v svoji anketi, ki jo je izvedel leta 1995 v sodelovanju z revijo Manager. Vprašanje se je glasilo: »Kaj bi storili kot član velike delniške družbe X, katere delnice kotirajo na borzi, če bi na seji organa izvedeli, da bo zaradi letošnjega dobrega poslovanja delničarjem kmalu izplačana dividenda, ki bo iz istih razlogov precej višja, kot je bila lansko leto. Veste, da je vrednost delnic zaradi lanskega, občutno slabšega poslovanja, trenutno precej nizka in da bo po objavi odločitve o izplačilu dividend tečaj delniške družbe močno narasel.« Anketiranci so morali na enako vprašanje odgovoriti v dveh hipotetičnih primerih, in sicer, da poslovanje na podlagi notranjih informacij ni prepovedano ter v primeru, da je za tako ravnanje zagrožena visoka denarna kazen ter tudi zaporna kazen. Anketiranci so se morali opredeliti, kaj bi storili oni in kaj bi storil na njihovem mestu povprečen slovenski poslovnež. Rezultati so naslednji: 34% poslovnežev bi, če bi razpolagali z notranjo informacijo, sami kupili delnice, 52% pa jih meni, da bi enako naredil povprečen slovenski poslovnež. Zanimivo je dejstvo, da so poslovneži svoja ravnanja presojali

veliko bolj pozitivno kot ravnanja povprečnega slovenskega poslovneža. Pošteno bi ravnalo približno 10% anketirancev, ti ne bi storili ničesar. Rezultati kažejo, da v Sloveniji ne moremo govoriti o etičnih posameznikih, saj bi se kar polovica dodiplomcev in podiplomcev ter 34% poslovnežev odločila, da bi izrabila notranjo informacijo, če bi jo imeli na voljo. Vse tri skupine so ocenile, da je morala slovenskih poslovnežev še nižja od njihove, saj bi se po njihovem mnenju več kot 50% poslovnežev odločilo za zlorabo notranje informacije.

Slika 3: Kaj bi z notranjo informacijo naredili posamezniki in kaj po njihovem mnenju povprečen slovenski poslovnež, če je to dejanje dovoljeno?

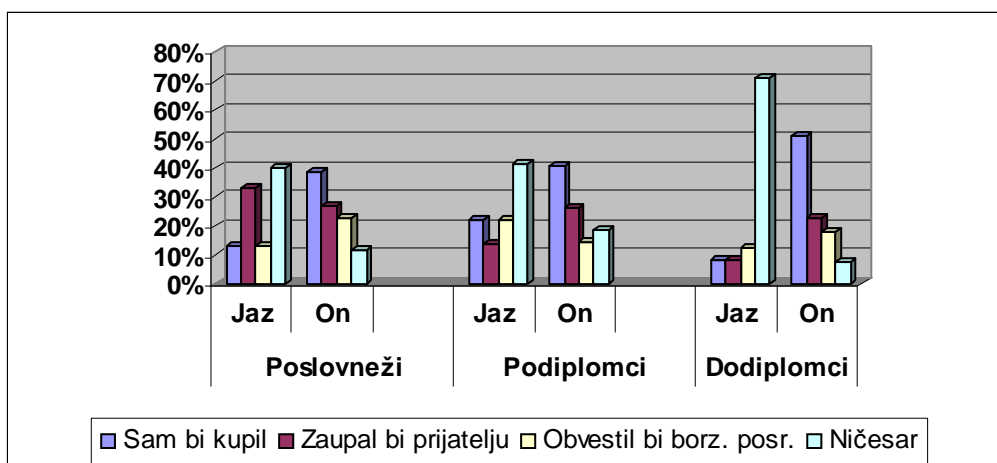


Vir: Rezultati ankete

Povsem drugače so se odločili v primeru, kjer je bilo predpostavljeno, da je poslovanje na podlagi notranjih informacij kaznivo, saj bi v tem primeru le od 8 do 22% anketirancev izrabilo notranje informacije, odstotek tistih, ki bi v tem primeru ravnali pošteno, pa se je gibal med 40 in 71%. Zanimivo je, da so še vedno menili, da bi povprečni poslovneži skoraj v enakem odstotku poslovali na podlagi notranjih informacij kot v primeru, ko bi bilo to dejanje dovoljeno. Rezultati ankete potrjujejo dejstvo, da je zelo pomembno sankcionirati tovrstno kaznivo dejanje, uvesti čim višje kazni, saj bi si na ta način manj potencialnih kršiteljev upalo izkoriščati notranje informacije.

Rezultati, ki sem jih dobila z anketo, so zelo podobni rezultatom Boštjana Špeca. 54% anketiranih bi zlorabilo notranjo informacijo, 64% jih je bilo mnenja, da bi enako storil tudi povprečen slovenski poslovnež, samo 9,4% vprašanih bi ravnalo pošteno, torej ne bi naredili ničesar. Presenetljivo je dejstvo, da je po desetih letih zavest in morala Slovencev v odnosu do tega dejanja skoraj enaka, kljub temu da je med tem časom Slovenija dobila popolnejši zakon na tem področju. ATVP se zelo trudi vzpostaviti red na kapitalskem trgu in mediji dosti pišejo o domnevnih zlorabah. To pomeni, da bo preganjanje tovrstnega kaznivega dejanja učinkovito šele takrat, ko bo državi uspelo dvigniti etičnost slovenskih poslovnežev.

Slika 4: Kaj bi z notranjo informacijo naredili posamezniki in kaj po njihovem mnenju povprečen slovenski poslovnež, če je to dejanje kaznivo



Vir: Rezultati ankete

10 SKLEP

Prepričanje, da poštenost ne vodi k bogastvu in sreči ter da pošteni ljudje v poslovnem življenju ne morejo uspeti, je globoko zakoreninjeno. Kot nepošteno in nemoralno dejanje lahko označimo poslovanje na podlagi notranjih informacij, ki je ena izmed oblik gospodarskega kriminala, kjer tisti, ki imajo na razpolago notranje informacije in jih tudi izkoristijo, pridobijo koristi ali se izogibajo škodi ter s tem postavijo ostale vlagatelje v nepriviligiran položaj.

Bistvo polemike med zagovorniki poslovanja na podlagi notranjih informacij in njegovimi nasprotniki je pravzaprav povezano s poštenostjo takega trgovanja. Če ekonomisti deloma zanemarjajo učinke, ki jih ima poslovanje na podlagi notranjih informacij na posameznika, tako da poudarjajo predvsem pozitivne makroekonomske učinke (večja učinkovitost kapitalskih trgov, boljša alokacija kapitala), je argument pravnikov, ki pravi, da učinek takega poslovanja na posameznika oziroma oškodovanca ni pošten. Širše družbene posledice, kot je na primer izguba zaupanja malih vlagateljev v trg vrednostnih papirjev, so samo verižna reakcija osnovnega nepoštenja, ki so ga po mnenju pravnikov doživeli posamezniki. Večjo učinkovitost kapitalskih trgov in boljšo alokacijo kapitala je mogoče doseči s precej manj sporno metodo, to je takojšnje javno razkritje vseh pomembnih informacij, ki bistveno zmanjša čas možnih zlorab.

Pravo mora ustvariti enake možnosti in zaščititi nepoučenega vlagatelja. ZTVP-1A, ki je začel veljati avgusta 2004, je prinesel številne novosti na področju poslovanja na podlagi notranjih informacij. Med njimi tekoče sestavljanje in objavljanje seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije, ter sprotno obveščanje javnih družb o pravnih in poslovnih dogodkih. V Sloveniji ne gre za vprašanje, ali je insiderska zakonodaja zadovoljiva ali ne, temveč sta problematični predvsem kultura in dojemanje insiderstva. Člani uprav in nadzornega sveta so brez dvoma primarni insiderji, velika večina pa še zmeraj šteje trgovanje z notranjimi

informacijami za nekaj, kar ni prepovedano oziroma kar je običajno poslovno dejanje, kar sta dokazala tudi Alojz Deželak in Jože Stanič.

Preventivni ukrepi so za preprečevanje takih ravnanj veliko bolj primerni kot kazensko pravo. Večina držav se je kljub težavnemu dokazovanju odločila za kazensko pravno varstvo v kombinaciji z različnimi preventivnimi ukrepi kot so objavljanje notranjih informacij, poročanje primarnih insiderjev o transakcijah z vrednostnimi papirji, poučevanje zaposlenih o prepovedi poslovanja na podlagi notranjih informacij, kodeks obnašanja in t.i. kitajski zidovi.

Razširjenosti poslovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji lahko pripišemo več razlogov. Eden izmed zelo pomembnih je majhnost slovenskega prostora, saj se med seboj poznajo skoraj vsi, ki se gibljejo v podobnih krogih. Obenem so ti posamezniki mnogokrat na položajih in združujejo med seboj izključujoče se upravne in nadzorne funkcije, kjer je navzkrižje interesov prej pravilo kot izjema. K razširjenosti prispeva tudi pomanjkljiva zakonodaja, neustrezen in nekompetenten nadzor, slaba opremljenost in pomanjkljiva usposobljenost represivnih organov. Pomembno vlogo igra tudi nizka moralnost slovenskih poslovnežev. To lahko potrjuje številne odmevne afere o domnevnih zlorabah notranjih informacij v slovenskem prostoru. Nizka morala pa ni prisotna samo med slovenskimi poslovneži, saj je anketa pokazala, da bi več kot polovica anketirancev izkoristila notranje informacije, če bi jih imela na voljo.

Boj proti insiderstvu je v Sloveniji vse bolj zavzet. Agencija za trg vrednostnih papirje pod predsedstvom Nevenka Boraka se je z javnimi oznanitvami kršiteljev zavezala k učinkovitejšem boju proti tovrstnim zlorabam. Tudi Ljubljanska borza vrednostnih papirjev s številnimi ovadbami zoper insiderje dokazuje, da ni indiferentna do tovrstnega kaznivega dejanja. Dejstvo je, da bo preganjanje poslovanja na podlagi notranjih informacij uspešno šele takrat, ko se bo ATVP-ju in Ljubljanski borzi pridružila še sodna oblast. Ta se je do sedaj otepala raziskovanja tovrstnih kaznivih dejanj, v primeru Leka pa smo lahko dobili občutek, da je celo bolj naklonjena kršiteljem kot zaščiti malih vlagateljev. Menim, da bi bilo smiselno povečati pristojnosti ATVP, saj se je to v ZDA in Španiji izkazalo za uspešen način boja zoper insiderstvu. Pomembno vlogo imajo tudi mediji, ki skušajo z nenehnim opozarjanjem na to problematiko javnost in poslovni svet opozoriti, da je to dejanje nezakonito in prepovedano.

Prepad med »priviligiranimi« in »navadnimi« vlagatelji se bo poglobljal vse do takrat, dokler ne bodo v ospredje prišla pravila in vrednote poslovne managerske etike, temveč občevaljavna, vsečloveška in moralno zavezujoča pravila.

LITERATURA

1. Avera E. William: Definition of Industry Ethics and Development of a Code. Association for Investment Management and Research, 1994, str. 13
2. Bhattacharya Utpal, Daouk Hazem: The World Price of Insider Trading. New York : The Journal of Finance, 57(2002), 1, str. 75-10.
3. Berger Kurt: Insiderinformation für Insider. Berlin : Recht der Wirtschaft, 1995, 4, str. 133.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 3rd edition. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 1996. 937 str., 110 pril.
5. Bole Velimir: Posredovanje informacije na organiziranem trgu; empirična analiza. Gospodarska gibanja, Ljubljana, 2001, 327, str. 23-64.
6. Bošnik Lucija: Pri nas je na voljo le en dan za prijavo posla. Finance, Ljubljana, 2003, 7, str. 18.
7. Bošnik Lucija: Tožilci, morski psi na suhem. Finance, Ljubljana, 2005, 124, str. 3.
8. Brown Keith Reilly Frank: Investment. 6th edition. Orlando : The Dryden Press, 2000. 213 str.
9. Čeh Silva: Nekateri so zelo obogateli. Sobotna priloga, Ljubljana, 2002, str. 8-9.
10. Deisinger Mitja: Kazenski zakonik s komentarjem, posebni del. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 1103 str.
11. Einspiler Vili, Tekavec Vanja: Oba zanikata insajderstvo. Finance, Ljubljana, 2003, 62, str. 16.
12. Lojze Deželak: Danone je za nas premočan. Poslovilni intervju s predsednikom uprave Kolinske. Finance, Ljubljana, 2004, 249, str. 10-11.
13. Gerovac Ksenija: Če je Jože Stanič z delnicami zaslužil, to še ni kaznivo dejanje. Finance, Ljubljana, 2003, 70, str. 5.
14. Groznik Peter: Pregarjanje insiderstva koristi borzi in malim vlagateljem. Finance, Ljubljana, 2003, 7, str. 18.
15. Groznik Peter: Vpliv cenovno občutljivih informacij. Finance, Ljubljana, 2004, str. 4.

16. Jemenšek Gvido: Optimalno investiranje podjetja. Ljubljana : Agencija Poti, 2005. 36 str.
17. Hočevar Borut: Staničev 'sell'. Finance, Ljubljana, 2002, 218, str. 2.
18. Ilešič Mirko: Pravna ureditev Evropske gospodarske skupnosti. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1985. 305 str.
19. Javornik Canjko Vita: Borakova vzgoja. Finance, Ljubljana, 2003, 27, str. 2.
20. Javornik Canjko Vita: Poslovneži proti zlorabam na trgu, toda nekoliko apatični. Finance, Ljubljana, 2003a, 8, str. 2.
21. Jelovac Dejan: Poslovna etika. Ljubljana : Študentska organizacija Univerze, 1997. 105 str.
22. Jovanovič Dušan: Pravna ureditev prepovedi insiderstva v Republiki Sloveniji. Podjetje in delo, Ljubljana, 23(1997), 2, str. 222-236.
23. Jovanovski Nataša: Informacije so cepivo. Dnevnik, Ljubljana, 1999, str. 7.
24. Juhart Miha: Trgovanje z notranjimi informacijami (insidertrading) po direktivi 89/592/EEC. Podjetje in delo, Ljubljana, 20(1994), 2, str. 181-184.
25. Klainguti Ernest: Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im Amerikanischen Bundesrecht. Bern : Paul Haupt Verlag, 1997. 395 str.
26. Klemenc Tomaž: Uspešen start SEOnet. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 12(2002), 21, str. 8-9.
27. Kuhn L. Robert, Lamb B. Robert: Ethics for Investment Bankers. Business One Irwin, 1999, str. 191-198.
28. Lahovnik Matej: Nikakor privilegij posvečenih. Sobotna priloga, Ljubljana, 2003, str. 12.
29. Lovka Tanja, Kitek-Ulaga Helena: Obveščanje javnih družb. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 12(2002), 21, str. 10-11.
30. Mayo Herbert B.: Investments: An Introduction. 4th edition. Chicago : The Dryden Press, 1993. 793 str.
31. Manne Henry G.: Insider Trading and the Stock Market. New York : The Free Press, 1966. 274 str.

32. Mihajlović Novica: Lojze Deželak do zdaj »ni vedel za ATVP«. Finance, Ljubljana, 2003, 87, str. 7.
33. Newkirk Thomas C., Robertson Melissa A.: Insider Trading- A U.S. Perspective. 16th edition. Cambridge : International Symposiums on Economic Crime, Jesus College. [URL: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>], 19.9.1998.
34. Nidorfer Matjaž, Pinterič Jan: Prihaja kriminal prihodnosti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 10, str. 22-23.
35. Pačnik Šlibar Romana, Biščak Jože: ATVP je mlako na trgu vrednostnih papirjev začela čistiti na najmanj umazanem delu. Mladina, Ljubljana, 2003, 40, str. 26.
36. Petavs Stane: Prikrivanja informacij bo konec. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 50(2001), 10, str. 22-23.
37. Petavs Stane: Dokaze za insiderstvo je mogoče zbrati. Finance, Ljubljana, 2003, 48, str. 2.
38. Piano Brane: Jože Stanič. Finance, Ljubljana, 2003, str. 4.
39. Pinterič Jan: Protiinsiderske revolucije še ni. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2002, str. 6.
40. Pinterič Jan: Bo Bogdan Pušnik izgubil licenco? Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003, str. 17.
41. Pinterič Jan: Lovci na insiderje. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003a, str. 21.
42. Praprotnik Tanja: Tudi Kad in Sod sta kupovala Lek. Finance, Ljubljana, 2002, 165, str. 4.
43. Praprotnik Tanja: Tečaj Gorenjevih delnic zdrsnil. Finance, Ljubljana, 2002a, 218, str. 2.
44. Praprotnik Tanja: Molk o prodaji ni v skladu z dobrimi običaji. Finance, Ljubljana, 2002b, 219, str. 4.
45. Praprotnik Tanja: Drugi krog ovadb ATVP morda aprila. Finance, Ljubljana, 2003, 47, str. 2.
46. Praprotnik Tanja: Insiderji v Ljubljani, Mariboru in Kranju. Finance, Ljubljana, 2003a, 48, str. 2.
47. Praprotnik Tanja: ATVP še nad nagrade. Finance, Ljubljana, 2003b, 50, str. 4.

48. Praprotnik Tanja: Svet ATVP nikomur ne odvzema licence. Finance, Ljubljana, 2003c, 70, str. 4.
49. Prodnik Stanka: Topli prijatelji ... in ostri nadzorniki. Mladina, Ljubljana, 2002, 41, str. 9.
50. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
51. Pust Borut: Leto prevzemov. Dnevnik, Ljubljana, 2002, str. 25.
52. Pust Boris, Strgar Zlatka: Ploha insiderskih ovadb. Finance, Ljubljana, 2003, str. 16.
53. Ratner L. David: Securities Regulation, 3th edition. New York : West Publishing Co., 1988. 369 str.
54. Repovž Mitja: Borza ljubi (pre)drzne. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1993, str. 19.
55. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999, 380 str.
56. Ritter Lawrence S.: Principles of Money, Banking and Financial Markets. New York : Basic Books, 2000. 519 str.
57. Robert L. Kuhn, Robert B. Lamb: Ethicsfor Investment Bankers; The library of Investment Banking. Business One Irwin, 1990, str. 191-198.
58. Ribič Mirjana: Nekoč kralji, danes ranjeni tigri in tigrice. Kapital, Maribor, 9 (1999), 200, str. 110-116.
59. Ručna Nataša: B. Pušnik. Vedel sem, da bo nekdo ponudil prevzem Leka. Finance, Ljubljana, 2002, 164, str. 3.
60. Smrekar Tanja: Operacija Pajek: načrt za čiščenje trga. Finance, Ljubljana, 2003, 34, str. 7.
61. Smrekar Tanja: Vedno več prevzemov, vedno več insiderjev. Finance, Ljubljana, 2002, str. 2.
62. Smrekar Tanja: Vrste insiderjev pred vrati ATVP. Finance, Ljubljana, 2002a, str.2.
63. Smrekar Tanja: Borza ovadila Staniča in Deželaka. Finance, Ljubljana, 2003, 61, str. 2.
64. Smrekar Tanja: Insiderstvo: Igre še ni konec. Finance, Ljubljana, 2003b, 61, str. 2.
65. Smrekar Tanja: Tožilstvo insiderje najbrž na sodišče. Finance, Ljubljana, 2003b, 75, str. 6.

66. Smrekar Tanja: Precej rešitev za insiderstvo v nejavnih družbah. Finance, Ljubljana, 2003c, 79, str. 3.
67. Spasenić Goran, Mihajlović Novica, Humer Dekleva Bojana: Nestlé iz Kolinske odhaja, direktor delnice prodaja. Finance, Ljubljana, 2002, 223, str. 3.
68. Spasenić Goran: Največ Gorenja kupil Galileo. Finance, Ljubljana, 2002, 214, str. 11.
69. Spasenić Goran: Stanič prodajal Gorenje. Finance, Ljubljana, 2002, 217, str. 3.
70. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 219 str.
71. Špec Boštjan: Dokler ni kaznivo, je dovoljeno vse. Manager, Ljubljana, 1995, str. 44-48.
72. Štravs Aleksander Sašo, Ribič Mirjana, Jagodic Zvone: Borza vrednostnih papirjev. Ljubljana : Novi forum, 1995. 103 str.
73. Toplak Simona: Večina poslov je insiderskih. Finance, Ljubljana, 2001,172, str. 4-5.
74. Uprava Gorenja zanika prevzem. Finance, Ljubljana, 2002, 213, str. 2.
75. Urbanija Anamarija, Matjaž Nidorfer: Takšne so vsaj izkušnje iz ZDA, pravi finančni ekonomist in poznavalec insiderstva v ZDA Peter Groznik. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003, str. 11.
76. Urbanija Anamarija, Matjaž Nidorfer: V tujini že najmanjši namig o nedovoljenih poslih z delnicami uniči managerjevo kariero. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 2003a, str. 13.
77. Usenik Boštjan: Za neučinkovitost trga kapitala je kriva zakonodaja. Finance, Ljubljana 2001, št. 18, str. 27.
78. Usenik Boštjan, Spasenić Goran: Gorenje je postalo novi borzni megahit-prevzem? Finance, 2002, 212, str. 25
79. Usenik Boštjan: Prizivno sodišče potrdilo Sorosovo insiderstvo. Finance, Ljubljana, 2005, str. 5.
80. Veselinovič Draško: Problematika trgovanja z notranjimi informacijami. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 6, str. 15-21.
81. Viršek Damjan: Direktorji že poročajo o svojih delnicah. Finance, Ljubljana, 2003, 7, str. 18

82. Viršek Damjan, Tekavec Vanja: Zloraba notranjih informacij. Finance, Ljubljana, 2003, str. 5.
83. Vozel Mojca: Delničarska banana republika s Sadarjem ali brez njega. Finance, Ljubljana, 2005, 152, str. 5.
84. Weiss Monika: Nedotakljivi: Slovenija je raj za insiderje. Finance, Ljubljana, 2005, 146, str. 2.
85. Zbašnik Dušan: Mednarodni finančni management. Maribor : Ekonomska poslovna fakulteta. 1994.

VIRI

1. Bilten Ljubljanske borze. Ljubljana : Ljubljanska borza, februar 2003.
2. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing. Bruselj : Official Journal L334. [URL: http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/4989/en_389L0592.html], 18.11.1989.
3. Insider Trading: Information on Bounties. Securities and Exchange Commission. [URL: <http://www.sec.gov/enforce/insider.html>], 1.9.1998.
4. Insider Trading: New Rules, New Planning Opportunites. [URL: http://www.haledorr.com/publications/corp/200_11_CorpAdv.html], 1.11.2000.
5. Kazenski zakonik Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 63/94).
6. Insider Trading: New Rules, New Planning Opportunites. [URL: http://www.haledorr.com/publications/corp/200_11_CorpAdv.html], 1.11.2000.
7. Zakon o spremembah in dopolnitvah kazenskega zakonika Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 23/99).
8. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP) (Uradni list RS, št. 6/94).
9. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list, št. 56/99).
10. Zakon o spremembah in dopolnitvah Zakona o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1A) (Uradni list, št. 86/04).

PRILOGE

PRILOGA 1

(Sporočilo za javnost)

Na podlagi določil Pravil Ljubljanske borze, d.d. in zakona o trgu vrednostnih papirjev (Ur.l. RS, št. 56/99)

Uprava Gorenja, d.d. obvešča javnost, da ni seznanjena z nikakršno namero za prevzem.

Gorenje je v zadnjem obdobju intenzivno vlagalo, uvajalo nove proizvode na trg, razvijalo nova tržišča, se prilagajalo novim razmeram s fleksibilnostjo v proizvodnji in novimi progami ter dobro sodelovalo s ključnimi kupci ter na tej podlagi pridobivalo tržne deleže. Poleg prodaje pod svojo blagovno znamko je in še razvija poslovno sodelovanje s posameznimi proizvajalci gospodinjskih aparatov za vzajemno izmenjavo proizvodov in dopolnjevanje asortimana. S tako izmenjavo si podjetja pomagajo pri popolnitvi palete proizvodov, s tistimi, ki jih sama ne proizvajajo. V tem smislu potekajo različna poslovna srečanja tako v tujini kot v Gorenju. Ta srečanja so še posebej intenzivna v času ko pripravljamo poslovne načrte za prihodnje leto.

Uprava Gorenja, d.d. že dalj časa opaža v medijih različna ugibanja o možnostih prevzema Gorenja. Uprava Gorenja, d.d. z vidika lastnega poznavanja ocenjuje, da so vse te zgodbe in navedbe čista špekulacija. Dejstvo je, da so rezultati poslovanja Gorenja iz leta v leto boljši in s tega vidika Uprava ocenjuje, da je rast delnice, ki je bila dalj časa podcenjena, upravičena.

Vir: Finance, 2002, str. 2.

PRILOGA 2: ANKETA

Vprašalnik pred vami je vsebinsko povezan s problemom poslovanja na podlagi notranjih informacij in se izvaja izključno za potrebe diplomskega dela na Ekonomski fakulteti. Anketa je anonimna. Za pravilno interpretacijo rezultatov, vas prosim, da si vzamete nekaj časa in odkrito odgovorite na naslednja vprašanja.

Vnaprej se vam zahvaljujem, Melita Perme.

1. Katera definicija po vašem mnenju najbolje opisuje pojem »poslovanje na podlagi notranjih informacij«?

- a) nagrajevanje uprave in nadzornega sveta za doseganje dobrih poslovnih rezultatov s podarjanjem večje količine delnic podjetja, v katerem so zaposleni
- b) zloraba cenovno občutljive informacije, povezane z določenim podjetjem, ki je javnosti neznana in bi lahko, če bi bila razkrita javnosti, vplivala na ceno vrednostnega papirja tega podjetja, za pridobitev premoženjske koristi
- c) ta pojem mi ni poznan
- d) drugo_____

2. Kje ste se prvič seznanili s pojmom poslovanja na podlagi notranjih informacij:

- a) v časopisu
- b) na televiziji
- c) na predavanjih na fakulteti
- d) pri prijateljih
- e) drugo_____

3. Poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji:

Ali je poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji dovoljeno?	DA	NE	NE VEM
Ali obstaja v Sloveniji zakon, ki ureja poslovanje na podlagi notranjih informacij?	DA	NE	NE VEM
Ali je po vašem mnenju poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji zelo razširjeno?	DA	NE	NE VEM
Ali je po vašem mnenju slovensko pravosodje učinkovito pri preganjanju poslovanja na podlagi notranjih informacij?	DA	NE	NE VEM

6. Ali menite, da moramo poslovanje na podlagi notranjih informacij šteti za resen problem slovenskega finančnega prostora, ki bi mu morali nameniti več pozornosti? Odgovor utemeljite.

- a) DA
- b) NE

Utemeljitev: _____

4. Ovrednotite vsako od spodaj navedenih trditev po pomembnosti prispevanja k razširjenosti poslovanja na podlagi notranjih informacij.

(1-nima vpliva ; 2-ima zelo majhen vpliv; 3-ima srednji vpliv; 4- ima velik vpliv; 5-ima zelo velik vpliv)

majhnost slovenskega finančnega prostora	1	2	3	4	5
slaba zakonodaja	1	2	3	4	5
slab nadzor Ljubljanske borze vrednostnih papirjev	1	2	3	4	5
slab nadzor Agencije za trg vrednostnih papirjev	1	2	3	4	5
premajhna zavest slovenskih poslovnežev	1	2	3	4	5
Slabo opravljeno delo sodišč	1	2	3	4	5
drugo:	1	2	3	4	5

5. Kateri organ v Sloveniji je pristojen za nadzor nad poslovanjem na podlagi notranjih informacij?

- a) Agencija za trg vrednostnih papirjev
- b) Ljubljanska borza vrednostnih papirjev
- c) Klirinško depotna družba
- d) Oddelek za finančno kriminaliteto na policiji
- e) Državno tožilstvo
- f) drugo _____

6. V Sloveniji je najstrožja kazen v primeru, da je posamezniku dokazana krivda poslovanja na podlagi notranjih informacij? Zaporna kazen:

- a) do 15 let
- b) do 10 let
- c) do 5 let
- d) do 3 let
- e) do 2 let

7. Poslovanje na podlagi notranjih informacij in tujina.

Pri vsakem vprašanju obkrožite samo eno državo.

Država	Po kateri državi se zgleduje slovenska zakonodaja, ki ureja to področje?	Katera država ima zakonsko najboljše urejeno poslovanje na podlagi notranjih informacij ter je tudi v praksi zelo uspešna pri reševanju tega problema?
ZDA	1	1
VB	2	2
Nemčija	3	3
Japonska	4	4
Nizozemska	5	5

8. Slovenski primeri poslovanja na podlagi notranjih informacij. Odgovorite na vsako vprašanje z naslednjimi možnimi odgovori: 1-da, vsekakor; 2-verjetno; 3-ne; 4-ne vem

PRIMERI:				
Ali menite, da je Jože Stanič, predsednik uprave Gorenja izrabil notranje informacije pri prodaji več kot 22600 delnic Gorenja v sredini leta 2002, ki so bile v njegovi lasti? Takrat je bila namreč vrednost Gorenjevih delnic najvišja zaradi govoric o prevzemu. Šele po trgovanju je v sporočilu za javnost zanikal možnost prevzema in je posledično v naslednjih dneh cena delnic začela padati.	1	2	3	4

Ali menite, da je Alojz Deželak, direktor Kolinske zlorabil notranje informacije pri prodaji 3500 delnic Kolinske v njegovi lasti (jeseni 2002). Notranja informacija, ki naj bi jo zlorabil, je bil predviden odhod Néstleja. Prodaja Néstlejevih izdelkov je Kolinski prinašala 5% celotnih prihodkov.	1	2	3	4
Kaj pa v primeru prevzema Leka s strani Novartisa. Je šlo tudi tukaj po vašem mnenju za prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij?	1	2	3	4

9. Kateri od zgoraj omenjenih primerov je dobil sodni epilog?

- a) Gorenje b) Kolinska c) Lek d) Nobeden

10. V kolikih primerih v Sloveniji, je bila izdana sodna odločba, s katero je bilo potrjeno, da gre za poslovanje na podlagi notranjih informacij?

- a) 10 b) 8 c) 6 d) 4 e) 2 f) nobenem

11. Katera sta po vašem mnenju dva najpomembnejša vzroka za neučinkovitost pri reševanju problema poslovanja na podlagi notranjih informacij? (Obkrožite dva odgovora, ki se vam zdita najpomembnejša).

- a) slabo sodelovanje finančnih kriminalistov z ATVP, borzo in KDD
b) težka pridobljivost podatkov s strani podjetij
c) premajhna zainteresiranost tožilstva za reševanje te problematike
d) nedovoljenost uporabe posebnih metod pri preiskavah (prisluškovanje,...) zaradi prenizke zagrožene kazni
e) slabo urejena zakonodaja na tem področju

12. Ali menite, da se v slovenskih medijih piše dovolj o zlorabah notranjih informacij?

- a) DA
b) NE

13. Ali menite, da lahko imajo mediji pomembno vlogo pri reševanju in odpravi te problematike? Če lahko, potem povejte na kakšen način.

- a) DA
b) NE

Način: _____

14. Kaj bi storili kot član velike delniške družbe X, katere delnice kotirajo na borzi, če bi na seji organa izvedeli, da bo zaradi letošnjega dobrega poslovanja delničarjem kmalu izplačana dividenda, ki bo iz istih razlogov precej višja, kot je bila lansko leto. Veste, da je vrednost delnic zaradi lanskega, občutno slabšega poslovanja, trenutno precej nizka in da bo po objavi odločitve o izplačilu dividend, tečaj delnic delniške družbe močno narasel? Kaj bi storili v primeri, da poslovanje na podlagi notranjih informacij ne bi bilo nezakonito?

	Kaj bi storili vi?		Kaj menite, da bi storil v istem primeru povprečen slovenski poslovnež?	
Tudi sami bi kupil delnice	DA	NE	DA	NE
Informacijo bi posredoval svojemu prijatelju	DA	NE	DA	NE
Obvestil bi borznega posrednika	DA	NE	DA	NE

Ničesar	DA NE	DA NE

15. Kaj bi storili v zgornjem primeru, če bi vedeli, da je zloraba notranjih informacij kaznivo dejanje za katerega je zagrožena visoka denarna kazen ter tudi zaporna kazen ?

	Kaj bi storili vi?	Kaj menite, da bi storil v istem primeru povprečen slovenski poslovnež?
Tudi sami bi kupil delnice	DA NE	DA NE
Informacijo bi posredoval svojemu prijatelju	DA NE	DA NE
Obvestil bi borznega posrednika	DA NE	DA NE
Ničesar	DA NE	DA NE

16. Katere so po vašem mnenju slabosti poslovanja na podlagi notranjih informacij? Naštete nekatere.

Slabosti _____

17. Katere so po vašem mnenju prednosti poslovanja na podlagi notranjih informacij?

Prednosti _____

18. V učnem programu Ekonomske fakultete je dovolj časa posvečeno obdelavi problematike poslovanja na podlagi notranjih informacij. (1-dovolj; 2-precej; 3-malo; 4-nič)

Po strokovni, vsebinski plati	1	2	3	4
Z vidika zakonodaje	1	2	3	4
Z vidika etične dileme	1	2	3	4
Z vidika konkretnih primerov	1	2	3	4

19. Če bi bilo več časa na Fakulteti namenjenega tej problematiki, bi to vplivalo na vaše odločitve v prihodnosti glede izrabe notranjih informacij? (glede na to, da sodite med bodoče poslovneže)

- sploh ne bi imelo vpliva
- zelo malo bi vplivalo
- srednje bi vplivalo
- bi imelo velik vpliv

20. Navedite nekaj rešitev, s katerimi bi po vašem mnenju v Sloveniji najlažje zmanjšali problem poslovanja na podlagi notranjih informacij.

Rešitve: _____

21. Osebni in demografski podatki:

a) Letnik študija:

- 1
- 2
- 3
- 4
- absolvent
- podiplomski študij
- drugo

b) Način študija:

- redni
- izredni

c) Starost _____ let

d) Spol: m ž

e) Kraj stalnega prebivališča: _____

f) Delate v kakšnem podjetju (redno ali preko študentskega servisa):

- Da
- Ne

g) Ali imate vi ali vaši starši svoje lastno podjetje:

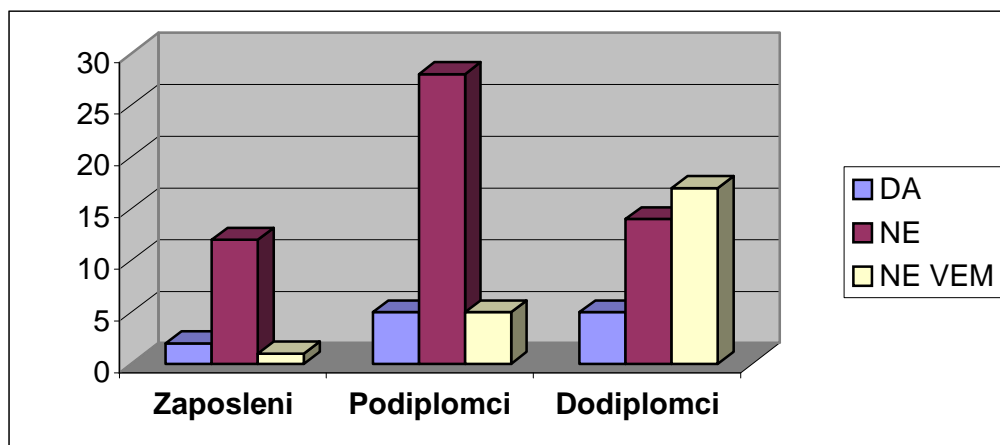
- Da
- Ne

h) Ste se že kdaj sami srečali s problemom poslovanja na podlagi notranjih informacij?

- Da
- Ne

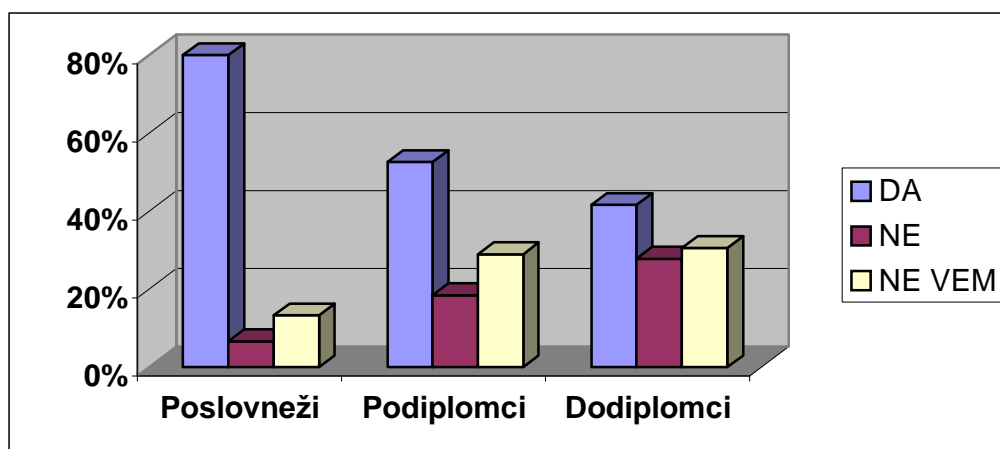
PRILOGA 3: REZULTATI ANKETE

Slika 1: Ali je poslovanje na podlagi notranjih informacij dovoljeno?



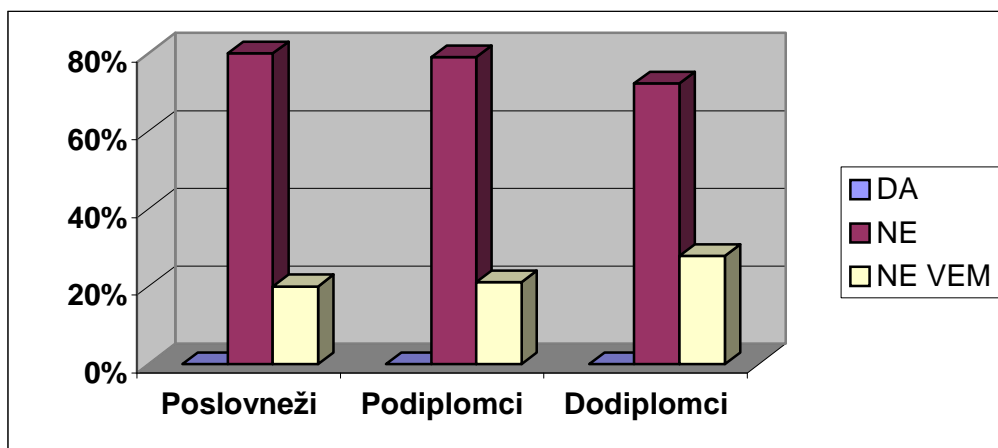
Vir: Rezultati ankete

Slika 2: Ali je poslovanje na podlagi notranjih informacij v Sloveniji zelo razširjeno?



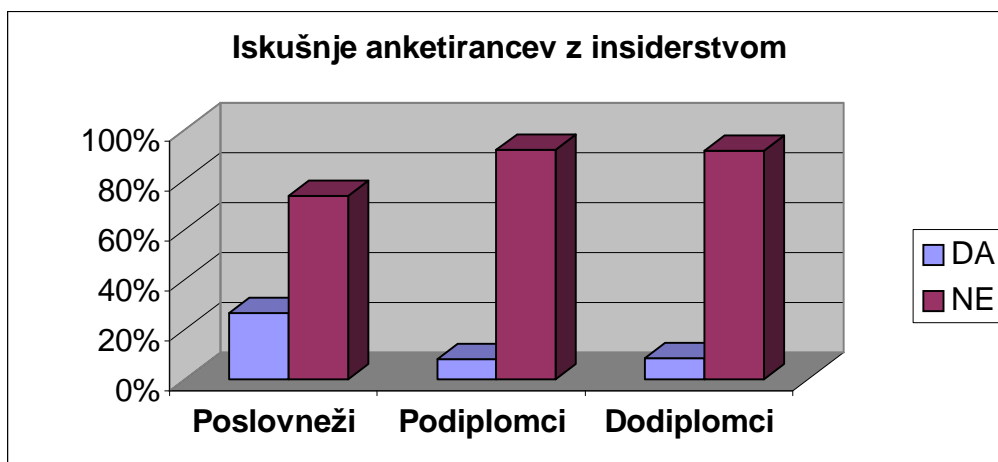
Vir: Rezultati ankete

Slika 3: Ali je slovensko pravosodje učinkovito pri preganjanju poslovanj na podlagi notranjih informacij?



Vir: Rezultati ankete

Slika 4: Izkušnje anketirancev s poslovanjem na podlagi notranjih informacij.



Vir: Rezultati ankete