

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ

Ljubljana, april 2007

TINA PRIMAN

IZJAVA

Študentka Tina Priman izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Petra Groznika in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10. 4. 2007

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. OPREDELITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ	2
2.1. ZLOČIN BREZ OBSODBE IN BREZ ŽRTEV	5
2.1.1. Zločin brez obsodbe	6
2.1.2. Zločin brez žrtev	10
3. RAZVOJ PRAVNE UREDITVE TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ ..	11
4. EKONOMSKI VIDIKI TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ	13
4.1. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ IN VPLIV NA CENE VREDNOSTNIH PAPIRJEV	14
4.2. KOMPENZACIJSKO-MOTIVACIJSKA SHEMA MENEDŽERJEV	17
4.3. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ ŠKODUJE VLAGATELJEM.....	18
4.4. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ ŠKODUJE PODJETJU.....	23
4.4.1. Prihaja do zamud pri pretoku informacij v podjetju.....	23
4.4.2. Vmešavanje v načrte podjetja	24
4.4.2.1. <i>Prehitra objava</i>	24
4.4.2.2. <i>Prevzem</i>	25
4.4.3. Manipulacija	28
4.4.3.1. <i>Manipulacija s prevaro</i>	28
4.4.3.2. <i>Namerno širjenje slabih novic</i>	28
4.4.3.3. <i>Ustvarjanje umetne tržne cene in navidezne aktivnosti</i>	29
4.4.4. Kraja pravic.....	29
4.4.5. Trgovanje na podlagi notranjih informacij slabi ugled podjetja	30
4.5. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ ZMANJŠUJE ZAUPANJE V KAPITALSKI TRG	31
5. SKLEP	33
LITERATURA	35
VIRI.....	37

KAZALO SLIK

SLIKA 1: Ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v 20. stoletju.....	7
SLIKA 2: Problem dokazovanja trgovanja na podlagi notranjih informacij.....	9
SLIKA 3: Pozitiven učinek na vrednost podjetja.....	15
SLIKA 4: Negativen učinek na vrednost podjetja.....	15

1. UVOD

Izkoriščanje privilegiranega položaja za pridobitev lastne premoženjske koristi ni nič novega – je preprosto del človeške narave. Če gre za tovrstne zlorabe na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, govorimo o kaznivih dejanjih. Umor, posilstvo, vojni zločini, vohunstvo, tatvina, goljufija, pranje denarja, ... so kazniva dejanja, za katera je samoumevno, da jih preprečuje, odkriva in zatira sleherna država, ki hoče zagotoviti najosnovnejšo varnost državljanom. Narava posameznih kaznivih dejanj je dostikrat povezana z določenim (manj uglednim) družbenim slojem oziroma z dejavnostjo posebnih, tudi mednarodno organiziranih kriminalnih združb. Posamezne vrste kaznivih dejanj pa so domena privilegiranih posameznikov, ki lahko na mnogo manj »umazan« način povzročijo prizadetim celo mnogo večjo škodo. Kriminalistična stroka govori o t. i. kriminalu »*belih ovratnikov*« ali kar o *gospodarskem kriminalu* (Horvat, 1995, str. 520). Govorimo o trgovanju na podlagi notranjih informacij, ki je tudi predmet tega diplomska dela.

Trgovanje na podlagi notranjih informacij (v nadaljevanju TNPNI) ali tudi tako imenovano »insajderstvo« je dejanje, ki ga je mogoče storiti pri trgovanju z vrednostnimi papirji oziroma finančnimi instrumenti in je v Republiki Sloveniji novo področje pravnega urejanja. Tudi v večini drugih držav je ta pojav postal predmet pravnega urejanja šele konec 80. let prejšnjega stoletja, kar pomeni, da se nastanek naše ureditve časovno ujema z nastankom večine tujih pravnih ureditev. Vendar pa se po drugi strani najdejo tudi ekonomske razprave, ki takšno trgovanje označujejo za gospodarsko koristno in s tem postavljajo pod vprašaj smiselnost pravnega sankcioniranja.

Pogledali si bomo, da prihaja tudi na finančnih trgih do izkoriščanja informacijske prednosti, kar omogoča posameznikom pridobitev velike premoženjske koristi. Soočili se bomo z mnenjem, da je takšno trgovanje zločin brez žrtev, ker je žrtve enostavno težko določiti.

Vendar pa okoriščanje z notranjimi informacijami ni samo domena manj razvitih in razvijajočih se trgov. S takšnim trgovanjem se soočajo tudi na najrazvitejših in najučinkovitejših svetovnih finančnih trgih, težava pa je v tem, da ga je zelo težko identificirati, še težje dokazati.

Problematika z notranjimi informacijami postane aktualna ob prevzemih in z njimi povezanih premijah. Tudi večina TNPNI pri nas naj bi bila povezana ravno s prevzemi. Zagovorniki regulacije takšnega trgovanja menijo, da trgovanje ovira trg z zviševanjem prevzemne premije oziroma da lahko takšno trgovanje ogrozi sam prevzem.

V prvem delu so predstavljeni osnovni pojmi. Od definiranja TNPNI do tega, kdo so insajderji. Pobljže bomo pogledali mnenje, da je takšno trgovanje zločin brez obsodbe in

brez žrtev. Drugi del obravnava razvoj pravne ureditve trgovanja. Tretji del vsebuje ekonomski vidik. Prikazane so pozitivne in negativne posledice samega trgovanja. Kakšen je vpliv na cene, kako vlagatelji gledajo na takšno trgovanje, kako ga zaznavajo podjetja in sam trg. Najpomembnejše ugotovitve bomo zbrali v sklepu.

Tema diplomskega dela zajema tako področje ekonomije kot tudi prava, vendar pa se bomo v okviru naloge osredotočili na ekonomske vidike. Poudarila bi, da ni vključen vidik pravičnosti, morale. Prav tako naloga ni popolna študija domače ter tuje teorije in prakse. Takšna študija bi bila namreč daleč preobsežna za diplomsko delo.

2. OPREDELITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ

TNPNI je trgovanje, ko z delnicami podjetja (ali katerimi drugimi vrednostnimi papirji podjetja) trgujejo zaposleni in vse z njimi ter podjetjem povezane osebe, ki kupujejo ali prodajajo delnice, na podlagi še nejavnih informacij, ki bi lahko ob javni objavi vplivale na vrednost delnic. Tako lahko tisti, ki ima takšne nejavne informacije, dosega kapitalski dobiček ali pa se izogiba kapitalskim izgubam (Groznič, 2002, str. 60).

Bistvo je, da gre pri TNPNI za izrabljanje informacijske prednosti osebe z notranjo informacijo pred drugimi (Špec, 2003, str. 1409), oziroma gre za prehitovanje na trgu – insider trading is about stealing a march on the stock market (Ashe, Counsell, 1993, str. 8).

Že prvi vojaški strateg Sun Tsu Wu, čigar priročnik prebirajo mnogi poslovneži, je učil o pomembnosti informacij. Informacija, ki jo nekdo ima, nasprotnik (v našem primeru ostali udeleženci trga) pa ne, je namreč ključna za uspeh. Po njegovem mnenju je informacijska prednost pomembnejša od same oborožitve (Oset, Dvoršek, 2003, str. 5).

Bistveni element vsega tega je notranja informacija. Notranja informacija, ki ji pravimo tudi cenovno občutljiva informacija, je vsaka natančna informacija, ki se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov. Ni še postala dostopna javnosti oziroma še ni bila javno objavljena in bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov oziroma na ceno iz njih izvedenih finančnih instrumentov (Zakon o trgu vrednostnih papirjev, 2004, 275. člen).

Definicija notranje informacije se je v primerjavi s predhodno razširila tako, da je njen okvir razširjen iz prenosljivih vrednostnih papirjev na finančne instrumente, ki so širši pojem, in na blagovne izvedene finančne instrumente. Okvir je razširjen tudi s tem, da ni omejen le na finančne instrumente tega izdajatelja, na katerega se notranja informacija nanaša, pač pa je razširjen tudi na povezane izvedene finančne instrumente (npr. opcije na

delnice, terminske pogodbe ipd.) Vendar pa se bomo v okviru te naloge osredotočili na delnice.

Relativno preprosto ekonomsko-finančno opredelitev notranjih informacij pa je v praksi težko dosledno uporabiti. Zaplete se lahko že pri tem, kako opredeliti in ugotoviti, kateri dogodki značilno vplivajo na cene delnic (Groznič, 2004, str. 10).

Smiselno bi bilo upoštevati nasvet: *»Samo tam, kjer so nerazkrita dejstva takšne narave, da bi lahko pričakovali za njihovo razkritje, da bo imelo znaten vpliv na trg..., bi bilo pametno od insajderjev, da bi se vzdržali transakcij, dokler ni javnost obveščena o dejstvih.«* (Fleischer, 1967, str. 130).

V praksi so notranje informacije predvsem informacije o spremembah politike dividend, o poslovnih rezultatih, informacije o stanju v podjetju, informacije o spremembi lastniške strukture, informacije o investicijah, informacije o morebitnih prevzemih, združitvah podjetij in druge informacije, ki na temelju porazdelitve kapitala družbe utegnejo vplivati na poslovno politiko podjetja (Grile, 1994, str. 558–559).

In kdo so tako imenovani insajderji? Notranja oseba ali insajder je oznaka za osebe, ki imajo dostop do notranjih informacij (Špec, 1996, str. 1). Osebe, ki so zaposlene v družbi ali povezane z njo, so najpogostejši insajderji. Za strokovne svetovalce ali finančnike družb je bolj verjetno, da bodo dobili v last informacije, ki bi jih lahko izkoristili v svoj prid. Kaj pa osebe, ki mogoče niso tako tesno povezane z družbo? Naj bi bilo TNPNI prepovedano tudi zanje?

Gre za razlikovanje med tako imenovanimi primarnimi in sekundarnimi insajderji. Primarnim insajderjem je notranja informacija znana neizogibno. Pridobijo jo namreč že zaradi narave svojega položaja, poklica ali kakšne morebitne druge privilegiranosti. Sem bi lahko šteli ožja in širša vodstva družb, vse člane direktorjevega kolegija, člane nadzornega sveta družbe, strokovnjake podjetja, ki sodelujejo pri najpomembnejših strokovnih študijah o odločitvi za kak projekt, tajnice ožjega in v nekaterih primerih tudi širšega vodstva; vodstvo, direktorjev kolegij in strokovnjake povezanega podjetja ipd. To so osebe z notranjimi informacijami, ki jih dobijo avtomatično zaradi svojega položaja, strokovnosti, kapitalske povezanosti ipd.

Sekundarni insajder za razliko od slednjega nima neposrednega dostopa do notranje informacije na podlagi svojega položaja. Pridobi jo lahko neposredno ali posredno od primarnega insajderja. Te osebe z notranjimi informacijami je precej težje definirati, saj so to praktično vse osebe kakšnega podjetja in širše celo celega kraja, mesta ... Če bi jih hoteli definirati, bi morali to storiti po metodi »od primera do primera«, ko bi v točno določenem podjetju definirali, kdo lahko morda dobi določeno informacijo. Prav tako je

treba poudariti, da jih niti ni možno natančno definirati. Potencialne osebe z notranjimi informacijami smo torej vsi, ki lahko kakor koli, kadar koli in kjer koli pridemo do cenovno občutljivih informacij, preden zanje izve najširša javnost (Veselinovič, 2000, str. 17).

Vendar pa sam status insajderja načelno ni noben pravni problem ali zadržek. Šele ko nekdo, ki ima status insajderja, takšne informacije, za katere je izvedel pred drugimi, uporabi za nakup ali prodajo vrednostnega papirja ali jih (neupravičeno) sporoči nekomu drugemu, lahko govorimo o TNPNI (Špec, 1996a, str. 37). Pomeni, da je kaznivo okoriščanje z njimi, in ne posedovanje.

Za boljše razumevanje te teme navajam čisto hipotetičen primer.

Podjetje Lendava d. d. nekje v Prekmurju črpa nafto. Njene vrtine dnevno ne načrpajo veliko nafte, prav tako tudi strokovne analize ne kažejo svetlejše prihodnosti. Temu primerna je tudi cena delnic na borznem trgu. Nato pa 1. septembra odkrijejo ogromne količine nafte. Naslednji dan začnejo dobro obveščene osebe pospešeno kupovati delnice Lendava d. d., seveda po borznoveljavni nizki ceni. Če bi take transakcije opravljal na primer član uprave oziroma kateri drug uslužbenec, ki bi mu bile informacije dostopne zaradi položaja, bi bil to primarni insajder. Nasprotno pa bi bil na primer nekdo, ki bi mu te osebe informacijo nepooblaščno sporočile ter bi prav tako opravljal transakcije, označen kot sekundarni insajder. Naslednji dan, to je 3. septembra, vodstvo podjetja objavi sporočilo za javnost, borza ustavi trgovanje z njihovimi delnicami. 4. septembra se trgovanje sprostí, cena skokovito naraste, insajderji pa svoje delnice začnejo prodajati. Te osebe tako na nelegalen način pridobijo ogromne količine denarja. Možnost da bo primer končal na sodišču, so žal majhne in odvisne predvsem od države, v kateri poteka dogajanje, saj so učinkovito organizirani organi nadzora in pregona za to pogoj. Verjetno je prav zaradi kakšnega podobnega dogodka neki pravnik iz Melbourne izjavil: »TNPNI bi prav lahko bil popoln zločin.« (Jager, 2002, str. 2–3).

Čeprav se to delo nanaša predvsem na okoriščanje z notranjimi informacijami na področju finančnih instrumentov, pa je nujno poudariti, da je pojem okoriščanja z notranjimi informacijami lahko zelo širok, saj lahko vključuje celo vrsto takšnih vedenj in posledično aktivnosti, ki pomenijo okoriščanje na drugih področjih, kot so vrednostni papirji. Tako bi lahko sem šteli posedovanje zemljišč – gradnja; »skrite« poškodbe igralcev – športne stave; politične preobrate – aktivnosti pri nakupu določenega blaga, podjetij; vojne – cene zlata ipd (Veselinovič, 2000, str. 16).

2.1. ZLOČIN BREZ OBSODBE IN BREZ ŽRTEV

Tema TNPNI je pritegnila veliko pozornosti v mnogih državah. Obravnava se več kot katera koli finančna kršitev, kot glavni problem na svetovnem trgu. Posledično je to pritegnilo veliko pozornost javnosti.

Za to lahko navedemo več razlogov. Prvič, bilo je precej velikih in dramatičnih primerov. Primeri, da je s pravnomočno sodbo ugotovljen in dokazan TNPNI, so v tujini pogosti. V Sloveniji pa še ne poznamo primera, v zvezi s katerim bi bilo pred sodiščem dokazano omenjeno trgovanje, kar pa seveda ne pomeni, da pri nas takšni pojavi ne obstajajo. Pri tem dejanju gre za preprostost ravnanja. Na hitro pridobljene velike koristi storilcev pritegnejo pozornost velikega dela javnosti, tudi tistega, ki se sicer redko ali nikoli ne ukvarja s trgovanjem z vrednostnimi papirji.

Drugič, medtem ko je prakticiranje TNPNI lahko pogosto kompleksno, so številni drugi finančni zločini še bolj zapleteni. To omogoča relativno lahko dojetje takšnega trgovanja za javnost in tisk.

In tretjič, pomembno je z vidika, da imajo tudi najbolj navadni ljudje svoje investicije. Ne pričakujejo, da bodo ogoljufani, in hočejo pravičen trg. »Kdo bi zavestno vrgel kocko v goljufivo igro?« (Ashe, Counsell, 1993, str. 19).

Zaradi zanimanja javnosti in medijev za TNPNI ni preveč presenetljivo, da se je pojavila tendenca, da se vsak finančni škandal obravnava tako, kot da gre za omenjeno trgovanje. Zatorej izraza »TNPNI« ali »insajderstvo« postaneta ožigosana v popularni domišljiji kot generična opisa širokega razpona podjetniških prevar, ki imata le majhno povezavo s tovrstnim trgovanjem ali pa je sploh ni.

Vendar pa se moramo zavedati, da je še do nedavnega veljalo, da oseba, ki je trgovala z delnicami na podlagi notranjih informacij, ni storila nič, za kar bi si zaslužila kazen. Kot smo že dejali, gre pri tej temi predvsem za prehitevanje na trgu. In moramo se vprašati, kaj je sploh narobe s tem.

Iz spominov dejavnosti glavnega insajderja Dennisa Levina je tu zgodba o tem, kako je, ko je delal v Parizu, začel dojemati trgovanje na podlagi nejavnih informacij kot način življenja. Opisuje svoje ravnanje, ko prvič leti v Švico, da bi tam odprl bančni račun:

“Zgodaj julija sem kupil letalsko vozovnico – plačal sem z gotovino, da ne bi pustil papirnih dokazov – in poletel v Ženevo. Nekje zadaj v svojih mislih sem vedel, da bo to, kar nameravam narediti, narobe, vendar se preprosto ni zdelo tako. Nihče ne bo oškodovan. Na noben način nisem verjel, da bom na kakršen koli način spodkopal sposobnost svojih

strank, da poslujejo. Zgolj kot družabnik sem imel malo vpliva na velike odločitve. Vse kar bi naredil, je to, da bi izkoristil svoj položaj v notranjosti industrije, in to se je do sedaj zdelo kot normalen potek dogajanja. Pretehtal sem tveganja, kakor bi analiziral vsakršno drugo potencialno naložbo, in zaključil, da koristi pretehtajo tisto, kar sem smatral za minimalno možnost, da me dobijo.” (Ashe, Counsell, 1993, str. 17).

Levinovo mnenje, da je TNPNI zločin brez žrtev in da je zločin brez obsodbe, je že dolgo povezano s tem predmetom. Trdi se, da je to zločin brez žrtev, kajti v kontekstu neosebnega poslovanja na trgu z delnicami je zelo težko prepoznati koga, ki je dejansko prizadet. TNPNI je pogosto zločin brez obsodbe, saj ga je zelo težko odkriti. Razen tega pa je v nekaterih državah bila in še vedno je visoka stopnja neuspeha pri pregonu.

Dennis Levine je bil na koncu svoje poklicne poti strokovnjak za prevzeme podjetij in partner investicijske banke Drexel Burnham Lambert. Ko so ga zaradi poslovanja na podlagi notranjih informacij leta 1986 aretirali, so njegova pričevanja povzročila aretacijo in obsodbo velikih zvezdnikov investicijskega bančništva na takratnem Wall Streetu. Njegova razkritja so pomenila tudi začetek konca doslej največje razkrinkane mreže oseb v ameriški in svetovni zgodovini, ki je poslovala na omenjeni način.

V primeru Dennisa Levina se je ta izrekel za krivega TNPNI, odslužil rok v zaporu in se moral odreči nelegalno pridobljenemu dobičku v vrednosti 11,6 milijona dolarjev.

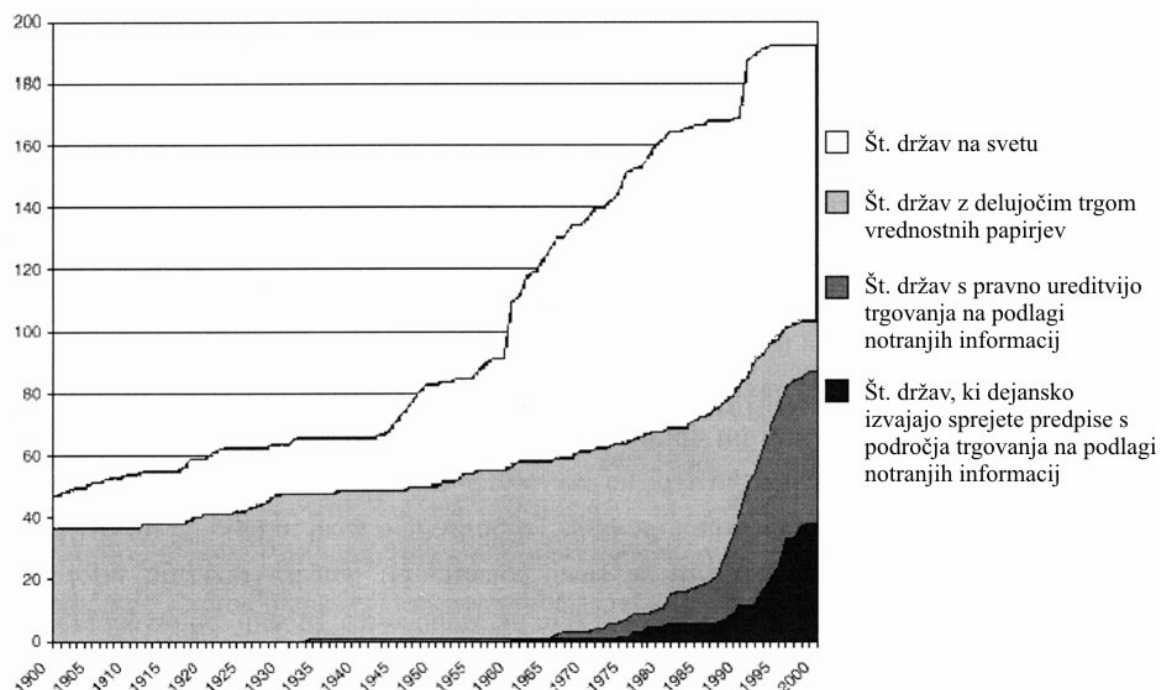
2.1.1. ZLOČIN BREZ OBSODBE

Naj tu najprej začnemo z raziskavo Bhattacharya in Daouka (2000, str. 12–14). Raziskava je zajela 103 države z delujočim trgom vrednostnih papirjev, med njimi 22 razvitih držav in 81 držav v razvoju. TNPNI imajo pravno urejeno vse (100 %) razvite države in kar 80 % držav v razvoju. Pred letom 1990 je bilo prvih 56,5 % in drugih 37,5 %. Izvrševanje zakonov o TNPNI je težko izmeriti. Vendar pa je dejanska uporaba zakonov oziroma dejansko izvrševanje zakonov nekaj popolnoma drugega. Države sprejmejo ustrezne zakone in predpise, ki prepovedujejo takšno trgovanje, vprašanje pa je, ali se pregon nad kršitelji dejansko izvaja. Trenutek, ko se zakon začne izvrševati, je težko določiti. Bhattacharya in Daouk sta v svoji raziskavi za ta trenutek določila datum, ko je bila vložena prva ovadba proti morebitnim kršiteljem omenjenega trgovanja. Prvi takšen primer je bil v ZDA leta 1961. Za klasičen primer trgovanja v ZDA velja Texas Gulf Sulpur iz leta 1968. Do leta 1990 je bilo takšnih držav, ki so sankcionirale TNPNI, le 9. Slovenija, ki je tudi vključena v raziskavo, je prvič vložila ovadbo leta 1998. Iz raziskave je razvidno, da samo ena od treh držav izvršuje – dokaz za to so ovadbe – zakone na področju TNPNI. V razvitih državah pregon kršitev izvajajo nekoliko bolje, in sicer v 78,3 % razvitih držav, a le v 24,1 % držav v razvoju. Pred letom 1990 sta bili ti številki 21,7 % in 7 %. Visok delež

držav s pravno ureditvijo trgovanja pravzaprav sploh ni tako zadovoljiv, pravo veljavo bo sprejeta zakonodaja dobila šele, ko bo napisano začelo tudi dejansko veljati in ko se bo pregon nad kršitelji dejansko izvajal.

Spodnja slika prikazuje zgodovino obstoja in izvrševanje zakonov o TNPNI v 20. stoletju. Grafično prikazuje časovne serije števila držav z delniškimi trgi, število držav, ki imajo zakone o TNPNI, in število držav, ki izvršujejo svoje zakone. Iz grafa je razvidno, da v prvi tretjini prejšnjega stoletja ti zakoni niso nikjer obstajali, v drugi tretjini so ti zakoni obstajali v eni državi (ZDA), v zadnji tretjini pa se je obstoj in izvrševanje zakonov pospešil. Ta pospešitev je še posebej jasna in močna v 90. letih.

Slika 1: Ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v 20. stoletju



Vir: Bhattachary, Daouk, 2000, str. xvii.

Izvrševanje teh zakonov je problem. Samo ena od treh držav izvršuje zakone. Zakaj?

Na sodišču je namreč zelo težko dokazati zlorabo notranjih informacij in tako le malo primerov doživi ustrezen sodni epilog.

Potrebno je pogledati še dva vidika. Prvi, da v nekaterih državah za to preprosto ni politične volje, in drugi, da spodbujanje ukrepov proti tej vrsti »insajderstva« enostavno ni stroškovno učinkovito. Kazni, ki jih plačajo tisti, ki jih pri takšnem trgovanju ujamejo, naj ne bi niti približno odtehtale vloženih sredstev in človeških virov, ki jih razvita

gospodarstva vlagajo v raziskovanje in pregon takšnega trgovanja. Ta argument pa zanemarija visoke eksterne stroške, ki izhajajo iz percepcije, da ni nadzora nad trgovanjem z notranjimi informacijami (Lahovnik, 2003, str. 12).

Zavedati se moramo tudi, da je žal izredno težko najti uporabne in zanesljive podatke na tem področju. Eden od razlogov je molčečnost insajderjev in ostalih. Mimo je dan, ko je 90 % direktorjev podjetij, ki so sodelovali pri anketiranju v časopisu, izjavilo, da so špekulirali z delnicami svojih lastnih podjetij. Danes vljudni poslovneži preprosto ne razpravljajo o tem in v nekaterih krogih velja celo za slab okus že sama omemba le-tega (Manne, 1966, str. 59).

Poleg tega niso vse informacije, ki jih nasprotnik ne pozna, povezane z zlorabo. Do posameznih informacij se je posameznik prebil s pomočjo temeljitih analiz, sposobnosti napovedovanja ali slučajnih podrobnosti, ker se je znašel ob pravem času na pravem mestu. Vse to zelo otežuje odkrivanje in še zlasti dokazovanje možnih zlorab.

ZDA z razvitim trgom kapitala in kot daleč najuspešnejša država glede zatiranja tega kaznivega dejanja, kot smo že videli, so imele prvi primer TNPNI leta 1961. Drugače pa zavedanje, da je takšno trgovanje nekaj slabega, sega v ZDA že v leto 1909. Njihova Komisija za vrednostne papirje (SEC) vsako leto uspešno zaključi povprečno 35 primerov. Od leta 2001 je SEC pričel 300 postopkov proti 600 posameznikom in pravnim osebam za prekrške v zvezi s tovrstnim trgovanjem in zamrznil milijone dolarjev (Chatman Thomsen, 2006).

Seveda razlogi za takšno uspešnost ZDA v primerjavi z Evropo niso, kakor bi kdo lahko morda napačno pomislil, v majhnem številu takšnih primerov v Evropi, temveč je velik del »krivde« za manjši evropski uspeh v razliki med ameriškim (anglosaksonskim) in celinskim (pri čemer je mišljen celinski del Evrope) pravnim sistemom (Špec, 1995, str. 43). V ZDA in praviloma tudi na področju EU je sicer TNPNI tako kriminalno dejanje kot tudi civilni prekršek. V primeru kazenske obravnave TNPNI je breme dokazovanja na tožilstvu, ki mora tako dokazati, da je določen insajder dejansko uporabil javnosti nedosegljivo informacijo pri svoji odločitvi za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev. V postopku civilne obravnave TNPNI pa je načeloma dovolj, da insajder poseduje neobjavljeno informacijo ob izvedbi transakcije. Pri tem ostane breme dokazovanja na insajderju, ki mora dokazati, da ni vzročno-posledične povezave med posedovanjem informacije in trgovanjem. Prav zato se je v ZDA civilna pristojnost SEC-a izkazala za ključno orodje pri preganjanju TNPNI (Lahovnik, 2003, str. 12).

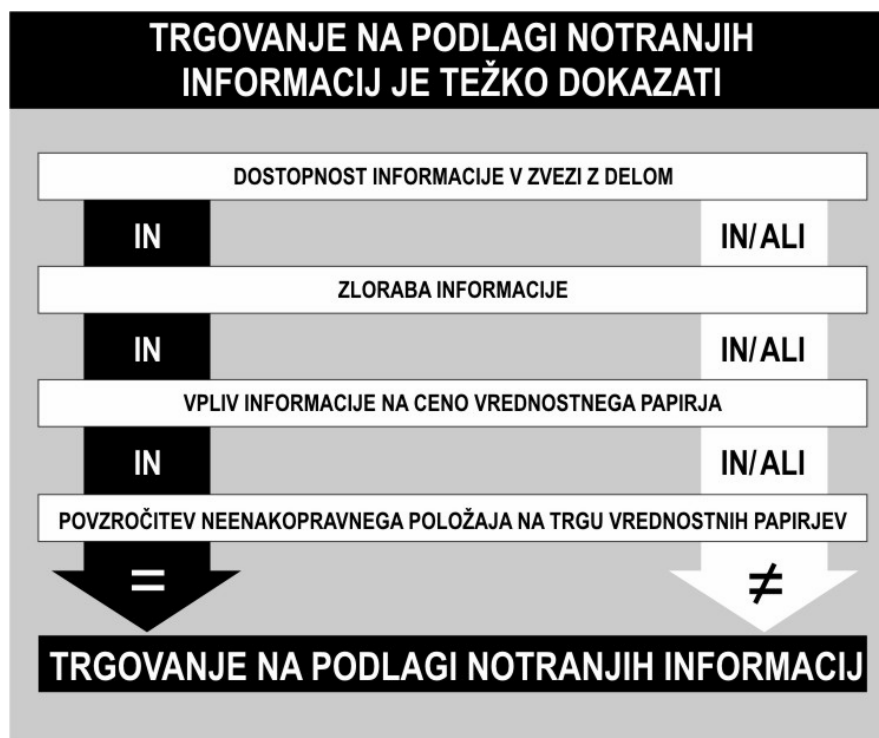
Slovenija, katere kapitalski trg je majhen in se še razvija, še nima uspešno zaključenega primera tovrstnega trgovanja. Do prve ovadbe je prišlo šele leta 1998. Poglejmo si podatke za zadnje objavljeno leto. Po podatkih za leto 2005 so okrožna državna tožilstva v

Ljubljani, Mariboru in Celju prejela ovadbe proti 12 osebam za navedeno kaznivo dejanje. Zoper 8 so bile kazenske ovadbe zavržene, tožilci pa so predlagali en preiskovalni postopek, za 3 osumljene so zbirali dodatna obvestila, nikogar niso obtožili (Skupno letno poročilo o delu državnih tožilcev, 2005, str. 46).

Dogajanja na slovenskem trgu vrednostnih papirjev dokazujejo, da zavest o kriminalni vsebini TNPNI še ni izoblikovana do tiste mere, da bi lahko govorili o organiziranem preprečevanju, odkrivanju in zatiranju tovrstnega trgovanja.

Spodnji graf nam zelo nazorno prikazuje problem izvrševanja zakonov TNPNI, s katerim se srečujemo v Sloveniji.

Slika 2: Problem dokazovanja trgovanja na podlagi notranjih informacij



Vir: Toplak, 2001.

Velja tudi mnenje, da je majhnost države, kot je Slovenija, idealna za insajderje. Majhno gospodarstvo, število ljudi, ki se gibljejo v gospodarskih krogih, prav tako, med seboj se poznajo in to ustvarja možnost zlorabe notranjih informacij.

Poleg tega se mi zdi neustrezna vloga Agencije za trg vrednostnih papirjev kot glavnega nadzornega organa. Njena pooblastila so premedla in pretoga, verjamem pa, da je do sedaj pač delovala v okviru svojih zmožnosti in pristojnosti. Predvsem bi ji bilo treba dodeliti

večja operativna pooblastila, saj so ta, kakor med drugim kažejo izkušnje drugih držav, pri odkrivanju tovrstnih dejanj izjemnega pomena.

Hkrati pa kriminalistična policija ugotavlja, da ima premalo usposobljenih preiskovalcev, kar je tudi eden od razlogov za malo obsodilnih sodb za hujše oblike gospodarskega kriminala. Omenjena ugotovitev še posebej velja za preiskovanje tistih oblik gospodarskega kriminala, s katerimi smo se začeli srečevati šele po spremembi družbeno-ekonomskega sistema. Sem pa štejemo tudi TNPNI. Takšna kazniva dejanja nedvomno predstavljajo različna ogrožanja v borznem poslovanju. Preiskovalci, ki se s temi oblikami kriminala srečujejo, morajo poznati ne samo njegove posamezne pojavnne oblike in pristope k preiskovanju in dokazovanju, temveč tudi način delovanja ekonomskega sistema, v katerem se poraja. Poznati morajo elemente, ki ga spodbujajo oziroma omogočajo, in elemente, ki ga omejujejo; kaj je posledica dobre prognoze udeležencev trgovanja in kaj posledica možnih zlorab. Od omenjenega je pogosto odvisna tanka meja med zakonitim in kaznivim ravnanjem (Oset, Dvoršek, 2003, str. 1).

Upanje pa nekoliko krepi dejstvo, da s prepoznavanjem tega kriminalnega dejanja raste tudi dojemanje njegove razsežnosti. To pa je pomembnejše kot samo govorjenje o številu teh primerov (Mramor, 2002, str. 9).

2.1.2. ZLOČIN BREZ ŽRTEV

Različni kritiki narave in obstoja zakonodaje vrednostnih papirjev se strinjajo, da je TNPNI v samem bistvu aktivnost brez žrtve. Po drugi strani pa zagovorniki regulacije zagovarjajo, da TNPNI proizvede »žrtve«. Te vključujejo (Insider trading task force, 2003, str. 3–4):

- Vlagatelja, ki se ne zaveda notranje informacije in posluje z osebo, ki ve za notranje informacije. Oseba z notranjo informacijo ima korist od tega neenakovrednega in nepravičnega odnosa v višini zneska, od katerega bi transakcijska cena odstopala, če bi obe strani imeli dostop do razkrite informacije.
- Udeležence na trgu na sploh. Trg, ki dovoljuje, da imajo tisti z notranjo informacijo večje koristi kot ostali, pripelje do trga, ki je nepravičen, na škodo tistih udeležencev, ki nimajo notranje informacije.
- Izdajalca in njegove delničarje. TNPNI z vrednostnimi papirji izdajalca predstavlja "nezakonito prisvojitve" dragocenih informacij, ki so last izdajalca in posredno delničarjev. Poleg tega, ko se izve, da je korporacijski insajder sodeloval ali je vpleten

pri zlorabi notranjih informacij, je integriteta vodstva izdajalca ogrožena, prav tako pa tudi ugled podjetja.

- Ekonomijo do te mere, da se vlagatelji lahko izognejo trgom vrednostnih papirjev zaradi zaznavanja nepravilno in slabo reguliranega trga. Trgi delujejo v konkurenčnem mednarodnem okolju, ki na splošno sprejema potrebo po učinkovitih in pravičnih trgih. Razširjeno TNPNI pripelje do izogibanja investicijskega kapitala na trgu in tako prizadene likvidnost trga, strošek in dostopnost kapitala. Prav tako posredno vpliva na celotno rast in zaposlovanje v gospodarstvu.

TNPNI lahko povzroči znatno škodo pravičnosti in učinkovitosti kapitalskih trgov. Celo dozdevanje, da je TNPNI prevladujoče, lahko povzroči škodo. To je zato, ker spodkopava zaupanje vlagatelja v pravičnost in integriteto kapitalskih trgov.

Te »žrtve« si bomo podrobneje pogledali v nadaljevanju diplomskega dela.

3. RAZVOJ PRAVNE UREDITVE TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJNH INFORMACIJ

TNPNI je na borzah prisotno že od samega začetka njihovega delovanja. Zakonodajno urejanje pojava se je pojavilo nekoliko kasneje kot pojav sam.

Pravzaprav je zakonodajno urejanje takšnega trgovanja šele posledica spremembe vloge borze v gospodarstvu posamezne države. Z naraščanjem potreb gospodarskih družb po svežem kapitalu je morala država zagotoviti udeležbo na borzi večjemu številu vlagateljev, kar pa je lahko storila le tako, da je z ustrezno zakonodajo pridobila javno zaupanje v borzno trgovanje.

Prve so zakonodajo s tega področja sprejele ZDA. Že v letu 1909 je moč zaslediti odločitev vrhovnega sodišča (Strong v. Repide), ki prepoveduje nakup vrednostnih papirjev družbe direktorju, če razpolaga z informacijo, na podlagi katere se bo cena vrednostnega papirja družbe, katere zakoniti zastopnik je, dvignila, in te predhodno ne razkrije. Po borznem zlomu v letu 1929 so v ZDA sprejeli Securities Act – leta 1933 in Securities Exchange Act – leta 1934 (Harnik, 2001, str. 5).

O naravi, učinkih in vlogi TNPNI so poglobljeno pričeli razmišljati v ZDA v šestdesetih letih. Pravni viri, ki so omogočali prepoved takega trgovanja, pa so bili na voljo že davno pred tem. V šestdesetih letih pa SEC in zvezna sodišča začnejo izrekati denarne kazni tistim insajderjem v družbah, ki so razkrivali informacije o lastni družbi ali trgovali z njimi (Grilec, 1994a, str. 168).

Problematika zlorabe notranjih informacij pa je v ZDA, ki imajo daleč najrazvitejši trg kapitala, najbolj odmevala v osemdesetih letih preteklega stoletja, ko je SEC sprožila civilni pregon zoper Michaela Milkena in Ivana Boeskyja. Ta akcija SEC je navdihnila celo hollywoodske filmarje, da so posneli znani film Wall Street (Lahovnik, 2003, str. 12).

V poznih šestdesetih letih pa so v Evropo prodrli ta spoznanja z druge strani Atlantika, da neupravičena uporaba informacij, ki jih pridobi določena oseba zaradi povezave ali opravljanja funkcije, pri izdajatelju vrednostnega papirja ni le neetično ravnanje, temveč tudi pomemben dejavnik, ki ogroža predvsem zaupanje v trg kapitala in s tem tudi njegovo stabilnost. Na resnost problema kaže gotovo hitra reakcija zakonodajnih teles v državah z najrazvitejšim trgom kapitala (Juhart, 1994, str. 182).

Francija je prva uvedla prepoved TNPNI, najprej z »zametki« v letu 1967 in resneje leta 1970. Sledila je Nemčija s sistemom avtonomnega urejanja v letu 1971 in kazenskopravno zakonodajo leta 1994. Velika Britanija je sprejela zakon Companies Act leta 1967. Leta 1980 je zakon Companies Act prepovedal poslovanje z notranjimi informacijami in ga označil za kaznivo dejanje. Temu zgledu so sledile tudi druge države Evropske skupnosti.

Z nastajanjem posameznih državnih zakonodaj se je pokazala potreba po minimalnem poenotenju pravil s tega področja na ravni Evropske skupnosti, saj je ob odprtih mejah, pretoku kapitala in internacionalizaciji trgovanja z vrednostnimi papirji učinkovito preprečevanje pojava zahtevalo delovanje na območju celotne skupnosti.

Prva direktiva (Direktiva 89/592/EEC), ki je na območju Evropske skupnosti urejala TNPNI, je bila sprejeta leta 1989, v katere preambuli je nakazana ekonomska pomembnost »zdravega« trga vrednostnih papirjev in zaupanja ter prepričanja vlagateljev o enakovrednem obravnavanju vseh udeležencev na delujočem trgu. Direktiva je povzeta po prepovedih TNPNI v Franciji in Veliki Britaniji (Harnik, 2001, str. 5). Direktiva je države članice zavezovala k temu, da zakonsko uredijo to trgovanje ter da zagotovijo določen minimalni obseg pravnega varstva. Cilj direktive je bil doseči harmonizacijo le o najpomembnejših točkah ureditve trgovanja (Morela, 2005, str. 39).

Spričo številnih škandalov, ki so se zgodili v letih od sprejema prej omenjene direktive, in zaradi številnih pomanjkljivosti zakonodaje, ki so se pokazale v praksi, se je Evropska unija pred nekaj leti lotila celovite prenove sistema pravil s področja zlorabe trga. Razlogi za to so bili predvsem (Morela, 2005, str. 39–40):

- nepopolna, zastarela in nejasna zakonodaja (direktiva, sama polna pomanjkljivosti, vgrajena v različne pravne sisteme na različne načine);
- struktura nadzora in način uveljavitve zakonodaje nista bila poenotena (določene države so imele en nadzorni, druge več nadzornih organov; ukrepi za uveljavitev zakonodaje so

- bili v določenih državah upravne, druge kaznovalne narave – nekje alternativno, drugje kumulativno – različna pooblastila nadzornih organov za preiskavo, sankcije);
- finančni in tehnični razvoj sta povečevala spodbude, sredstva in priložnosti za zlorabo trga (novi produkti, čezmejne aktivnosti, internet, več naročil ...).

V Republiki Sloveniji v prejšnjem gospodarskem sistemu nismo imeli organiziranega trga vrednostnih papirjev, saj ta ni bil v skladu z načeli in moralo, ki jih je izoblikoval tedanji politični sistem. Šele z uvedbo tržnega gospodarstva, ki izhaja iz enakopravnosti vseh vrst lastnine, in z začetki poslovanja z vrednostnimi papirji so bili postavljeni temelji za pravno ureditev TNPNI. Pokazala se je potreba po organiziranem trgu vrednostnih papirjev in po učinkovitem varstvu na njem.

Tako smo prvo zakonodajo dobili z zakonom o trgu vrednostnih papirjev, ki je začel veljati 13. marca 1994. Glede prepovedi TNPNI je v glavnem upošteval Direktivo 89/592/EEC. V Kazenskem zakoniku Republike Slovenije, ki je začel veljati 1. januarja 1995, je v 243. členu zloraba notranjih informacij določena kot posebno kaznivo dejanje.

Moramo se zavedati, da je TNPNI kompleksen pojav, zato je tudi njegovo preprečevanje kompleksno. Pravna ureditev prepovedi tovrstnega trgovanja se kontinuirano spreminja, dopolnjuje in izboljšuje skladno z razvojem finančnih trgov ter z novimi pojavnimi oblikami, ki jih spremljajo, vendar smo kljub temu še vedno priče številnim primerom takega trgovanja, čeprav še vedno velja, da je TNPNI težko odkriti in še težje kršitev storilcu dokazati.

4. EKONOMSKI VIDIKI TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ

V preteklosti je prihajalo do velikih razhajanj med pravniško in ekonomsko srenjo. Henry G. Manne (1966, str. 113), ki se je prvi lotil teme TNPNI z ekonomskega stališča in ki sodi med začetnike zavzemanja za deregulacijo trgovanja, je to situacijo opisal s temi močnimi besedami:

»Sodeč po tonu večine razprav na to temo, lahko rečemo, da ni dvoma TNPNI je greh in vojna proti temu je sveta.«

Še vedno prihaja do razhajanj pri tej temi. Težko bi rekli, da med pravniki in ekonomisti, bolj med zagovorniki deregulacije in njenimi nasprotniki. Lahko bi rekli, da slednji trenutno vodijo.

Nadaljevanje diplomskega dela je namenjeno obravnavi TNPNI z ekonomskega stališča. Kot je dejal Grilc, so ekonomske zakonitosti pri takšnem trgovanju hkrati vzgib, podlaga in posledica (Grilc, 1994a, str. 170).

Zagovorniki nadzora in zakonske ureditve takšnega trgovanja najpogosteje trdijo, da škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje v kapitalski trg. Škodovalo naj bi tudi izdajateljem delnic, ne nazadnje pa naj bi bilo trgovanje pravzaprav kraja pravic, ki gredo podjetju.

Še pred tem pa si bomo pogledali dve temi, ki se večinoma obravnavata kot pozitivni. To sta vpliv trgovanja na cene in kompenzacijsko-motivacijska shema menedžerjev.

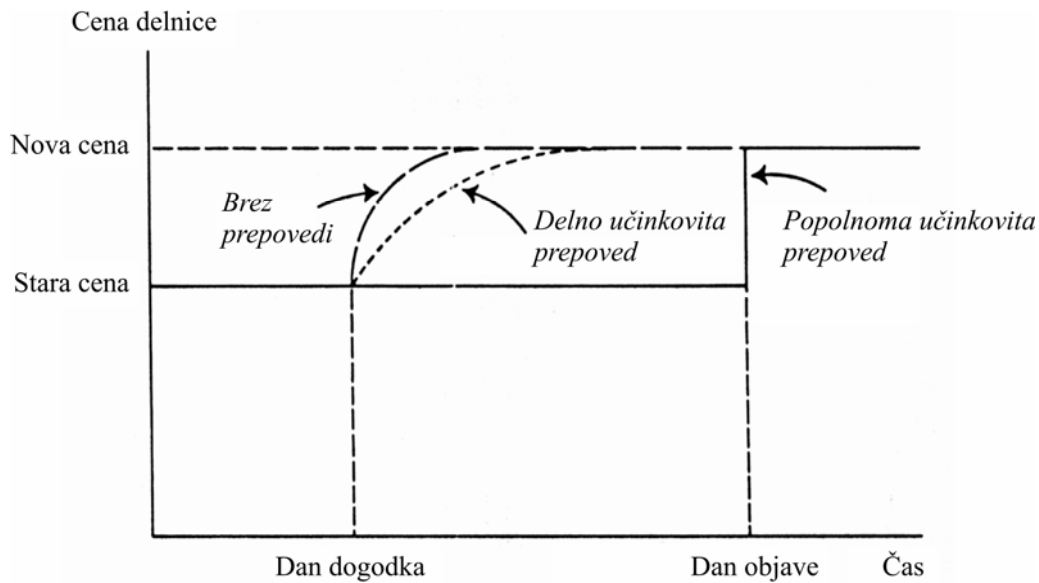
4.1. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ IN VPLIV NA CENE VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Eno izmed spornih vprašanj je vpliv TNPNI na ceno delnic. Postavlja se vprašanje, ali to trgovanje povzroča, da so cene delnic bolj ali manj informativne. Na eni strani lahko TNPNI naredi ceno bolj informativno s tem, ko jo hitreje premakne k resnični vrednosti. Na drugi strani pa bi lahko takšno trgovanje preprečilo, da bi insajderji zaradi lastnega okoriščanja spustili informacijo na trg, kar bi naredilo ceno delnic manj informativno.

Učinkovitost kapitalskih trgov naj bi bila zaradi TNPNI večja, saj naj bi takšno trgovanje pripomoglo k hitrejšemu premikanju cen, ki bi jih te delnice imele ob javni objavi vseh notranjih informacij. Natančnejše cene naj bi koristile tako podjetjem kot družbi v celoti prek izboljšane alokacije naložb in zmanjšane spremenljivosti delniških cen. Zmanjšana cenovna spremenljivost pomeni manjše tveganje in večjo privlačnost nalaganja v delnice (Groznič, 2002, str. 60).

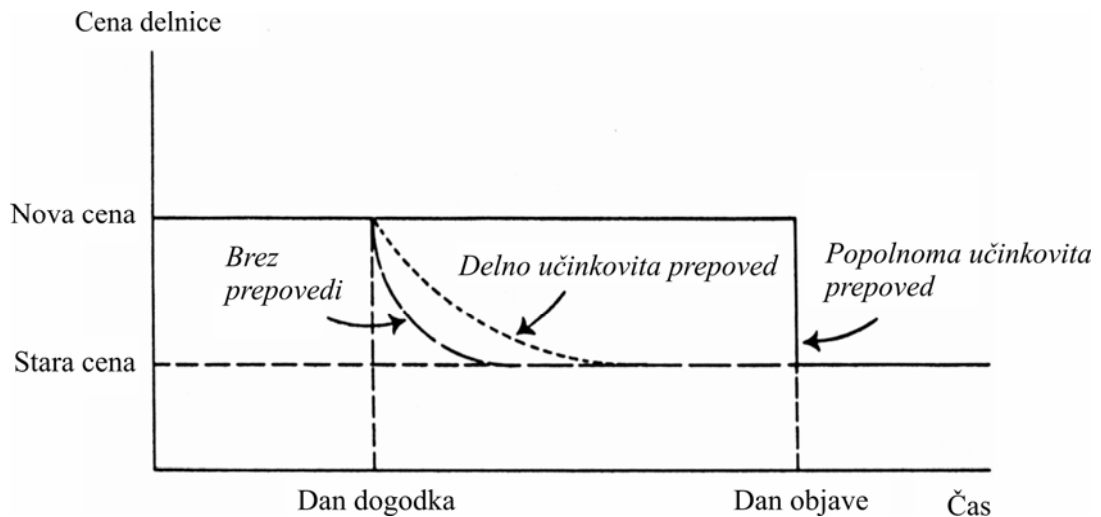
Pogled, ki sta ga podala profesorja Carlton in Fischel (1984), je, da trgovanje insajderja obvešča trg o spremembah. Špekulacija opravi pomembno delo na trgu, saj stabilizira cene, kajti špekulanti imajo nadpovprečno dobro sposobnost predvidevanja in vedo, kakšne so normalne cene na trgu. Njihovo trgovanje je zato nagnjeno k temu, da približa cene tej normalnosti. S tem cena delnice odraža resnično vrednost delnice, saj so špekulanti vedno pripravljeni ukrepati, ko je cena rahlo različna od normalne ali resnične cene. Carlton in Fischel opisujeta insajderja kot »speculator par excellence«, njegovo ukrepanje temelji na informacijah, ki bodo postale javne. Njegovo iskanje dobička s pomočjo notranje informacije bo stabiliziralo ceno delnice, da bo odražala realnost (Bainbridge, 1998, str. 779–780).

Slika 3: Pozitiven učinek na vrednost podjetja



Vir: Macey, 1991, str. 27.

Slika 4: Negativen učinek na vrednost podjetja



Vir: Macey, 1991, str. 27.

Nepretrgana črta na slikah 3 in 4 prikazuje gibanje cene delnice podjetja skozi čas, če obstaja popolnoma uveljavljena prepoved TNPNI vsem, ki imajo informacijsko prednost

pred trenutno skupino delničarjev. Na Sliki 3 (na str. 15) pride na dan dogodka do dogodka, ki bo imel pozitiven vpliv na ceno delnice. Na Sliki 4 (na str. 15) pride na dan dogodka do dogodka, ki bo imel negativen vpliv na ceno delnice.

Pikčasta črta predstavlja gibanje cene delnice, če velja prepoved TNPNI, vendar ne more biti v celoti uveljavljena in je zato le deloma učinkovita. Črta odraža pričakovanje, da bodo nekateri trgovci – najverjetneje kombinacija insajderjev in tržnih strokovnjakov – trgovali z informacijo pred skupino delničarjev ali s prekršitvijo zakona ali z legalno pridobitvijo novic pred njihovo uradno objavo skozi raziskavo in analizo.

Črtkasta črta predstavlja gibanje cene s TNPNI, če bi bilo stanje brez prepovedi.

Vidimo, da tri različne črte opisujejo tri različna stanja in njihov čas prilagoditve cen novi ravni. Nepretrgana črta na Sliki 3 in na Sliki 4 kaže, da bo cena delnice ostala na isti ravni, kot je bila pred dogodkom, vse dokler javnosti ne bo znana narava dogodka, če je prepoved TNPNI popolnoma uveljavljena. Cena se ne spremeni do dneva objave, ker nobeno informirano trgovanje ne signalizira trgu, da je prišlo ali bo prišlo do pomembnega dogodka. Vidimo, da se cena najhitreje prilagodi novi ravni pri stanju brez prepovedi (črtkasta črta). Kot prikazuje pikčasta črta, se bo stanje delne uveljavitve pravil proti TNPNI pokazalo nekje med dvema nasprotnima poloma: popolne prepovedi in brez prepovedi.

Če se na primer zgodi, da se trg sploh ne odzove na objavo informacije, pomeni, da jo je imelo že nekaj vlagateljev. Ti so lahko ekonomsko vrednost informacije z lastnim trgovanjem tako že pred javno objavo »vgradili« v ceno. To označuje razmere izjemnega TNPNI.

Vendar moramo vedeti, da porast cen, ki je sledil na primer glede prevzema, ni nastal samo s TNPNI, ampak tudi na podlagi pričakovanja prihajajoče ponudbe in vgradnje informacije v ceno delnice. Poleg tega bo na ceno vplivala tudi velika količina govoric o določenih podjetjih skupaj s tržnim pogledom o tem, ali so verjetni kandidati za prevzemne ponudbe. Takšne dobro obveščene špekulacije, če jih prevedemo v trgovanje, bodo gorivo delnicam teh družb.

Pozorni pa moramo biti na to, kar prikazuje Slika 3. Ko gre za dobro novico in insajderji kupujejo, prejmejo delničarji, ki prodajajo, nižjo ceno od tiste, ki bi jo prejeli, če TNPNI ne bi bilo prepovedano. Podobno prikazuje Slika 4. Ko gre za slabe novice in insajderji prodajajo, morajo delničarji, ki kupujejo, plačati višjo ceno, kot bi jo bili prisiljeni plačati pri odsotnosti prepovedi TNPNI (Macey, 1991, str. 26).

Hkrati se postavlja vprašanje, ali lahko trgovanje tako maloštevilne skupine ljudi, razen če ne trgujejo z velikim številom delnic, povzroči kakršno koli spremembo cene posamezne delnice. Proti tako obsežnemu trgovanju govori tudi sam namen insajderjev, ki želijo iz TNPNI doseči dobiček. Ta bo tem večji, čim večje bo nihanje cene (kar pri pozitivni informaciji pomeni porast cene) po javno razkriti informaciji. Prav tako je cilj vsakega insajderja, da trguje z delnicami diskretno, kar pomeni, da trguje postopoma in v majhnem številu. Tako se tudi zavaruje pred tem, da bi ga odkrili nadzorni organi. Zaradi možnosti, da bi šlo kaj narobe, se insajderji po njegovem mnenju tudi bojijo trgovati v velikem obsegu, hkrati pa imajo na voljo samo omejeno vsoto kapitala (Špec, 1996a, str. 60–61).

Vendar zagovorniki regulacije TNPNI menijo, da do enakega rezultata pridemo tudi, če podjetje hitreje razkrije pomembne informacije, kar povzroči hitrejše odkrivanje realne cene delnice.

Običajno sicer vse borze že brez zakonske zahteve od podjetij, katerih delnice kotirajo na borzi, zahtevajo objavljanje določenih informacij, ne pa seveda vseh, ki bi lahko vplivale na cene delnic. Razumljivo niti podjetja javnosti ne razkrijejo vseh informacij in načrtov o svojem sedanjem in prihodnjem poslovanju. Popolno razkritje je ne samo nemogoče, temveč je lahko tudi v nasprotju z interesi podjetja. TNPNI naj bi bilo tako svojevrsten kompromis med pripravljenostjo podjetij za proizvodnjo poslovno občutljivih informacij in družbeno zaželenimi bolj natančnimi in trdnimi cenami delnic (Groznič, 2002, str. 60).

Zavedati pa se moramo, da lahko insajderji zaradi lastnega okoriščenja preprečijo, da bi informacijo spustili na trg. Vendar o tem malo kasneje.

4.2. KOMPENZACIJSKO-MOTIVACIJSKA SHEMA MENEDŽERJEV

Drugi razlog proti ureditvi TNPNI pripisuje takšnemu trgovanju pozitivno vlogo v t. i. kompenzacijsko-motivacijski shemi menedžerjev v podjetjih. Večja motiviranost za delo naj bi izhajala iz večje povezave med nagrado (dobički TNPNI) in vrednostjo podjetja. S tem tudi postane takšno delovno mesto atraktivno, pa tudi bonusov in jamstev jim ni treba izplačevati, zniža se jim lahko tudi plača.

Utemeljitev večje motiviranosti je sicer pravilna, a povezava s TNPNI ni najustreznejša, saj ne upošteva, da nagrada pravzaprav ni odvisna izključno od truda, ki naj bi se nagrajeval, temveč tudi od začetnega premoženja osebe, ki naj bi jo nagradili (Groznič, 2002, str. 60). Trgovati se da tudi na podlagi negativnih informacij, kar pa ne koristi podjetju. Če projekt propade, lahko menedžer proda svoje delnice, preden informacija postane javna, in se tako izogne gotovi izgubi. Poleg tega lahko z ustvarjenimi notranjimi informacijami trgujejo tudi tisti zaposleni v podjetju, ki k ustvarjanju informacije niso nič

prispevali. Po drugi strani pa je TNPNI tudi prelivanje zaslužkov iz prometa z vrednostnimi papirji od delničarjev k menedžmentu in neposredno prikrajšanje delničarjev; morebitne izgube delničarjev pri dobičku odtehta njihov manjši strošek v zvezi s plačili upravi (Grilec, 1994a, str. 164–165). Hkrati gre pri takšni vrsti kompenzacij menedžmentu za povsem nepregledno nagrajevanje na škodo delničarjev podjetja ter seveda tudi preostalih udeležencev na trgu kapitala.

Vendar pa lahko TNPNI daje podjetjem dragocene informacije, ki se tičejo perspektivnih menedžerjev. Podjetja težko prepoznajo tiste perspektivne menedžerje, ki bodo trdo delali in se ne preveč izogibali tveganju pri izbiri projektov. Delno temelječe nadomestilo pri trgovanju je en način za razlikovanje boljših od slabših menedžerjev. Ker trgovanje nagraduje menedžerje, ki ustvarijo dragocene informacije in so pripravljeni tvegati, so menedžerji, ki jim najbolj ustreza ta nadomestna shema, verjetno tisti, ki se najmanj izogibajo tveganju in so najbolj sposobni.

4.3. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJNH INFORMACIJ ŠKODUJE VLAGATELJEM

»Trga kapitala ni brez vlagateljev, tako kot trga izdelkov ni brez potrošnikov.« (Razpet, Tič Vesel, Verčič, 2003, str. 1)

Na tem mestu si naprej pogledjmo, zakaj so pomembne finančne javnosti (Razpet, Tič Vesel, Verčič, 2003, str. 12–13):

- Prvi in najpomembnejši razlog je, da brez kapitala, ki ga delničarji, lastniki obveznic in posojilodajalci vlagajo v podjetja, ta sploh ne bi mogla nastati, obstati in se razvijati. Podjetja namreč za svojo ustanovitev, zagon dejavnosti ter nadaljnji obstoj in razvoj potrebujejo kapital.
- Drugi razlog, zakaj menedžerjem delniških družb ne sme biti vseeno, kaj si finančne javnosti mislijo o podjetju in njih samih, je, da lastniki imenujejo upravo podjetja in jo lahko, če jim za vložene prihranke ne prinaša zadovoljivega donosa, tudi odstavijo.
- Tretji razlog, ki utemeljuje potrebo po stalnem komuniciranju z vlagatelji, je dejstvo, da tudi na trgu kapitala vlada konkurenca. Vlagatelji namreč pri sprejemanju investicijske odločitve izbirajo med množico vrednostnih papirjev, tako kot se potrošniki pri izbiri izdelkov odločajo med množico ponudnikov. Zato se podjetje na trgu kapitala bori za vsak vlagatelj evro, tako kot se na trgu izdelkov oz. storitev bori za vsak evro potrošnika. Trg kapitala je namreč prav tako konkurenčen kot trg izdelkov in storitev, le

da se na njem namesto kupcev in prodajalcev blaga srečujejo ponudniki in povpraševalci po kapitalu.

- Prav zaradi konkurence na trgu kapitala in naravne težnje podjetij po rasti ni dovolj ustanovitveni kapital le pridobiti, temveč ga je pomembno tudi obdržati in med razvojem podjetja pridobiti novega.
- Zavedati se moramo, da lahko ista oseba v odnosu do naše organizacije nastopa v več vlogah hkrati: kot potrošnik, zaposleni in delničar hkrati. Nezadovoljstvo ene »vloge«, na primer vlagateljske, bi se lahko preselilo tudi v druge. Tako podjetje ne bi izgubilo le kapitala lastnika, temveč tudi zvestega potrošnika oz. dobrega zaposlenega.

Rečeno je, da TNPNI povzroča škodo vlagateljem, ker cena vrednostnega papirja ne odraža dejanske vrednosti podjetja – vendar smo videli, da to ni res – in ker vlagatelj pri sprejemanju svojih odločitev ni v enakem položaju kot insajder, saj nima vseh informacij, potrebnih za odločanje. To vodi k sprejetju napačnih odločitev (insajder namreč lahko svoje odločitve sprejema hitreje in varneje) in posledično zmanjšuje zaupanje vlagateljev v borzno trgovanje.

Domneva se, da osebe, ki so prodale insajderjem pred razkritjem pomembnih novic, sploh ne bi prodale, če insajderjev ne bi bilo na trgu. Očitno je to absurd. Vsi vemo, da je popolnoma naključno, da je bil insajder na drugi strani transakcije. Povprečen prodajalec nikakor ne more vedeti za identiteto svojega kupca. Zavedati se moramo, da je ena izmed vrlin organiziranega trga z vrednostnimi papirji njegova avtomatičnost, katere rezultat je anonimnost trgovcev.

Poleg tega bi se zgodile tudi mnoge transakcije ne glede na cenovne spremembe, ki so rezultat TNPNI. Vlagatelji, ki bi trgovali ne glede na prisotnost insajderjev, bi imeli koristi od takšnega trgovanja, ker so sklenili transakcijo po ceni, ki je bližje "pravilni" ceni, tj. ceni, ki bi prevladovala, če bi bila informacija razkrita (Bainbridge, 1998, str. 779).

Hkrati bodo racionalni delničarji videli povišanje cen kot "dobro novico". Ti delničarji bi obravnavali povišanje kot signal, da nekdo ve nekaj, česar oni ne vedo, in da lahko pričakujejo nadaljnjo rast, ko se bo novica razširila. Enostavno ni razloga in tudi ne dokaza, da bi verjeli, da bodo rastoče cene opeharile delničarje in jih pripravile k prezgodnji prodaji.

Kakršna koli jeza vlagateljev zaradi TNPNI je videti, da nastane zgolj iz zavisti zaradi insajderjevega boljšega dostopa do informacij. S tem ko insajder uporabi boljši dostop do informacij v svojo korist, lahko s tem trgovanjem zasluži nenormalne dobičke ali pa se izogne izgubi. Velja opomniti, da je tudi izguba (v ekonomskem smislu) lahko korist. Še

več, izguba je tržno blago s svojo ceno. Ustvarjanje izgube je lahko, gledano z davčnega vidika, korist.

Jaffe (1975) je na osnovi podatkov SEC vsak mesec izbral delnice, s katerimi so notranji investitorji najbolj intenzivno trgovali, in njihove donosnosti z uporabo tržnega modela primerjal z donosnostjo povprečne delnice na trgu. Ugotovil je, da tudi ob upoštevanju transakcijskih stroškov donosnosti intenzivno trgovanih delnic v precejšnji meri presega njihovo pričakovano donosnost. Do istega sklepa je prišel tudi Finnerty (1976), ki je analiziral več kot 30.000 transakcij notranjih investitorjev v obdobju od januarja 1969 do decembra 1972. Ugotovil je, da je njihova povprečna donosnost izredno visoka (previsoka), kar dokazuje, da notranji investitorji lahko premagajo trg (Deželan, 1996, str. 41).

Nejat Seyhun, zelo ugledni profesor in raziskovalec na področju TNPNI na univerzi v Michiganu, je prišel do rezultatov, da ko je vodilni menedžer kupil delnice v svojem podjetju, se je delnica bolje odrezala za 8,9 % v primerjavi s celotnim trgom v naslednjih dvanajstih mesecih. Ravno obratno, ko so prodali delnice, se je delnica slabše odrezala v primerjavi s trgom za 5,4 % (Uncovering insider trading, 2002).

Finnerty (1976) in Seyhun (1986) ugotavljata, da so dobički insajderjev večji pri manjših podjetjih. Predvsem zato, ker manj analitikov sledi manjšim podjetjem, cene manjših podjetij ne »odražajo popolnoma informacij« in insajderji lahko uspešneje uporabijo privatne/ neuradne informacije (Frankel, Li, 2003, str. 233).

Po drugi stani pa večinoma znanje in spretnost insajderja vodita do boljše ocene informacij, kar omogoča, da imajo insajderji boljšo uporabo informacij, prej kot pa neobjavljene informacije. Kajti strokovnjak lahko natančno oceni resnično stanje podjetja z uporabo objavljenih števil v povezavi s statusom določenega trga. Poleg tega so lahko tudi neinsajderji udeleženi pri teh dobičkih. Neobveščene zunanje osebe oziroma v nadaljevanju autsajderji lahko zaslužijo znaten dobiček s posnemanjem insajderjev. Autsajderji lahko kupujejo ali prodajajo, s tem da sledijo insajderjevim nakupom delnic (Zekos, 1999, str. 21).

To sta opisala Gilson in Kraakman. Takšno trgovanje prizadene tržne cene skozi dvostopenjski mehanizem. Najprej osebe, ki posedujejo pomembno nejavno informacijo, začnejo s trgovanjem. Njihovo trgovanje ima samo majhen učinek na ceno. Nekateri neinformirani trgovci se pričnejo zavedati takšnega trgovanja skozi luknje, namige ali s pomočjo opazovanja insajderjev. Ostali trgovci dobijo vpogled s tem, da sledijo cenovnim premikom vrednostnih papirjev. Končno trg reagira na trgovanje insajderjev in se počasi pomakne proti pravilni ceni (Bainbridge, 1998, str. 779–780).

Kljub dokazom, ki v splošnem dokazujejo, da so insajderji obveščeni, je še vedno vprašljivo, ali lahko outsajderji služijo s tem, ko vedo, kaj počnejo insajderji. Macey (1991), Seyhun (1986, 1992) in Rozeff in Zaman (1988) kažejo, da outsajderji ne pridobijo nič s posnemanjem insajderjev (Frankel, Li, 2003, str. 233).

To si lahko pogledamo s pomočjo Slike 3 (na str. 15) in Slike 4 (na str. 15). Outsajderji, ki kupujejo, ko kupujejo insajderji (Slika 3), so oškodovani s TNPNI, ker bo nakupna cena, ki jo morajo plačati za svoje delnice, višja, kot bi bila brez prisotnosti trgovanja insajderjev. Podobno so zaradi TNPNI na slabšem tudi outsajderji, ki prodajajo, ko prodajajo insajderji (Slika 4). Ker takšno prodajanje insajderjev potiska cene delnic navzdol in prisili delničarje, ki prodajajo, da prejmejo za svoje delnice manj kot običajno (Macey, 1991, str. 28).

Vendar je ironično, da tisti, ki trdijo, da je TNPNI nepravilno in celo goljufivo, temeljijo svoje argumente na predpostavki, da s tistimi, ki prodajajo insajderjem ali kupujejo od insajderjev, ravna nepravilno in goljufivo. Vendar so ti delničarji tisti, ki imajo koristi od takšnega trgovanja. Če kdor koli, so ravno delničarji, ki trgujejo z insajderji in ne proti njim, oškodovani z aktivnostmi insajderjev (Macey, 1991, str. 28).

Jasno mora biti, da če definiramo pravičnost v povezavi z blaginjo delničarjev, potem je nemogoče podpreti argument, da je TNPNI nepravilno, saj ima od aktivnosti korist ravno tista skupina, ki naj bi bila oškodovana. Prepoved TNPNI oškoduje delničarje in večja kot je prepoved, večja je škoda.

Manne (1966, str. 114) je podal še en pogled na to temo. Sprašuje se, kakšne, če sploh, prednosti bi pridobili udeleženci na trgu z delnicami, če bi TNPNI učinkovito zaustavili. Tukaj pridemo do enega najbolj osupljivih dejstev. Edini udeleženci, ki bodo najverjetneje imeli korist od zakona, ki preprečuje trgovanje, so kratkoročni spekulanti in trgovci, in ne dolgoročni vlagatelji, za katere se vedno trdi, da so predmet skrbi regulatorjev in jih je potrebno zaščititi. Trdi, da dobiček insajderja ne nastane na račun vseh.

Manne (1966, str. 114) razlikuje med dvema vrstama delničarjev – vlagatelji in trgovci:

- Vlagatelji, dolgoročni delničarji težijo k temu, da izberejo delnice na podlagi tako imenovanih »temeljnih« dejavnikov, kot so na primer potencialni zaslužek, zgodovina dividend, ugled vodstva, da omenimo le nekatere. Izbirajo delnice, ki so primerne za njihove potrebe. Prodajajo bodisi zato, ker se je njihova ocena temeljnih dejavnikov izkazala za napačno ali pa je prišlo do sprememb njihovih osebnih okoliščin ali potreb. Skoraj nikoli ne kupujejo ali prodajajo zaradi kratkotrajnih nihanj v ceni vrednostnih papirjev.

- Kratkoročni trgovci, če jih imenujemo »špekulanti« ali ne, tudi lahko trgujejo na podlagi »temeljnih« dejavnikov. Vendar jih veliko izmed njih, za razliko od pravih vlagateljev, tudi prodaja ali kupuje preprosto zaradi nedavnih sprememb v ceni vrednostnih papirjev. Se pravi, predpostavljajo, da lahko napovejo prihodnje spremembe cen na osnovi prejšnjih sprememb v ceni in količini, tako imenovani »tehnični« dejavniki. In veliko teh trgovcev preprosto hazardira.

Posledično, kadar insajderji povzročijo porast cen s kupovanjem delnic, bodo običajno kratkoročni trgovci prispevali k prodaji.

Isto vprašanje glede ukinitve prepovedi si je postavil Macey (1991, str. 13–16). Različni vlagatelji v vsakem podjetju sestavljajo raznoliko skupino, raznolikost se kaže v sposobnosti teh vlagateljev, da obdelajo nove informacije o samem podjetju. Na vrhu razdelitve vlagateljev so insajderji. So najboljši predelovalci informacij, saj je njihov dostop do takšnih informacij skoraj takojšen in imajo najbolj privatne in natančne informacije o tem, kako lahko vsak določen delček informacije prizadene podjetje. Naslednji v vrsti v tej razdelitvi so tržni strokovnjaki, katerih strokovno znanje predelovanja informacij in superiorni dostop do finančnih trgov zagotavljata, da lahko hitro pridobijo in reagirajo na podlagi nove informacije. Na dnu razdelitve so pravi autsajderji, katerih majhne naložbe in neredno trgovanje ustvarijo neekonomično situacijo za vlaganje virov, potrebnih za učinkovito procesiranje informacij.

Če se insajderjem prepove trgovanje, autsajderji ne bodo imeli avtomatsko koristi od tega. Prej si bodo dobiček povečali tržni strokovnjaki, ki so naslednji najboljši predelovalci informacij za insajderji. Če je novica dobra, bodo tržni strokovnjaki takoj kupili delnice od nevednih delničarjev in jih prodali po višji ceni, ko novica postane splošno znana. Če je novica slaba, bodo tržni strokovnjaki prodali delnice, ko pridobijo informacije, in s tem povzročili, da bodo nič (hudega) sluteči zunanji vlagatelji kupili precenjeno premoženje.

Do sedaj je vse, kar smo ugotovili, da bodo zunanji delničarji izgubili ali proti insajderjem ali proti tržnim strokovnjakom, ko bodo kupovali in prodajali delnice v javnih družbah. In konec koncev, zakaj bi jim bilo mar, proti kom izgubijo? Odgovor je preprost: ko pride trgovski dobiček od ukrepanja na podlagi novih informacij do tržnih strokovnjakov, delničarji ne prejmejo ničesar. Ko gre tržni dobiček insajderjem, ostanejo prednosti znotraj podjetja. S tem ko se dovoli insajderjem, da trgujejo z notranjo informacijo, se bodo zmanjšale njihove zahteve po plači za vsoto, za katero pričakujejo, da jo bodo dobili od takšnega trgovanja. Posledično, ko se dovoli TNPNI, se bo vsakršen del nepričakovanega dobička še vedno povečal delničarjem v obliki obveznosti po zmanjšanju plač insajderjev.

»Ko so tržni strokovnjaki drugi najboljši predelovalci informacij, je s perspektive insajderjev prepoved TNPNI enaka pravilu, ki zahteva, da insajderji mečejo denar skozi

okno podjetja. Tržni strokovnjaki, ki zgolj slučajno hodijo mimo v trenutku, ko denar frči po zraku, bodo zagotovo imeli korist od tega. Delničarji, ki pa imajo druge bolj produktivne načine porabe časa, nimajo možnosti, da bi pograbili bankovce, in neizogibno izgubijo.» (Macey, 1991, str. 15).

4.4. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ ŠKODUJE PODJETJU

TNPNI škoduje podjetju – izdajatelju vrednostnih papirjev na več načinov:

Prvič utegne takšno trgovanje povzročiti zamudo v prenosu informacij ali pri podjetniškem ukrepanju. Drugič lahko povzroči vmešavanje v načrte podjetja. Tretjič spodbuja menedžerje, da manipulirajo s cenami delnic. Končno lahko škoduje ugledu podjetja. Hkrati pa predstavlja tudi krajo pravic, ki gredo podjetju.

4.4.1. PRIHAJA DO ZAMUD PRI PRETOKU INFORMACIJ V PODJETJU

Menedžer zaradi interesa izkoriščanja posedovanja določene notranje informacije za lastne koristi te informacije ne posreduje svojim nadrejenim takoj, ko jo pridobi. Takojšnje, natančne informacije so za sprejemanje odločitev pomemben dejavnik uspešnosti podjetja. V večjih podjetjih mora informacija skozi več ravni odločanja, da pride do vodilnih menedžerjev. Več je ravni, večja je nevarnost, da informacija pride do organov odločanja dokaj pozno. Taka neučinkovitost se lahko zmanjša z delegiranjem pristojnosti za odločanje nižjim menedžerjem, popolnoma pa se ne da odpraviti. Ko ima nižji menedžer v posesti informacijo, ki bodisi koristi ali škoduje podjetju, jo zadrži toliko časa, da opravi transakcije z vrednostnimi papirji, na ceno katerih bo ta informacija kasneje najverjetneje vplivala, in jo šele kasneje posreduje svojim nadrejenim. Podjetje mora, da prepreči zamude pri pretoku informacij, opazovati menedžerje in preverjati, ali pravilno opravljajo svoje dolžnosti. Nastane tudi večja verjetnost, da bo informacija zaradi zadrževanja postala znana ljudem izven poslovnega sistema.

Čeprav je zavlačevanje vzrok za škodo, pa je lahko njegov pomen zelo pretiran. Če upoštevamo hitrost, s katero se transakcije z vrednostnimi papirji lahko opravijo na modernih sekundarnih trgih, lahko menedžer zavleče le za tako dolgo, da opravi petminutni telefonski pogovor s svojim borznim posrednikom.

Macey (1991) in Easterbrook (1991) sta to teorijo postavila na glavo. Ali je kak boljši način za izboljšanje pretoka informacij v podjetniški hierarhiji, kot da je onim na vrhu dovoljeno, da trgujejo? Če tem vodilnim menedžerjem dovolimo, da trgujejo, bodo zaradi tega imeli maksimalno spodbudo, da pravočasno pridobijo informacije od podrejenih.

Mogoče so podjetja relativno neuspešna pri internem prenosu informacij, razen če jih tisti, ki si jih pridobi, ne uporabi za svojo korist. Takrat bo šarm TNPNI povzročil, da bodo višji menedžerji iskali informacije pri svojih podrejenih, namesto da bi sedeli in čakali, da bo birokratski kanal prenesel notranje sporočilo.

4.4.2. VMEŠAVANJE V NAČRTE PODJETJA

Pri vmešavanju v podjetniške načrte si bomo pogledali dve situaciji: prehitro objavo in prevzeme.

4.4.2.1. Prehitra objava

Najprej si pogledajmo, zakaj podjetja razkrijejo informacije o sebi.

Eden izmed razlogov je, da lahko razkritje zmanjša izdatke za iskanje in vlagateljevo negotovost o podjetju. Drugi, da lahko razkritje informacij omogoči trenutnim vlagateljem, da prodajo svoje delnice outsajderjem po višji ceni. Če podjetje ne razkrije nobenih informacij, lahko outsajderji predvidevajo najslabše in znižajo ceno, ki so jo pripravljene plačati za delnice, s faktorjem, ki odraža njihovo negotovost. Poleg tega natančno ocenjeni vrednostni papirji dajejo podjetjem informacije o tem, ali so njihovi menedžerji uspešni. Hkrati pa takojšnje in pošteno razkrivanje notranjih informacij javnosti povečuje integriteto trga, medtem ko lahko, če izdajatelji selektivno razkrivajo notranje informacije, vodi to v izgubo zaupanja vlagateljev v finančne trge.

Vendar pa zagotavljanje varstva vlagateljev ne zahteva le, da izdajatelj pravočasno javno razkrije notranje informacije, pač pa tudi, da je tako razkritje čim hitrejše in čim bolj sočasno za vse kategorije vlagateljev. Pri tem pa lahko pride tudi do prehitre objave.

Tveganje prehitrega razkritja predstavlja resnejšo grožnjo podjetniškim načrtom. Izdajateljev interes je ravno toliko v tem, kdaj bo informacija postala javna, kot v tem, ali bo sploh postala javna (Bainbridge, 1998, str. 788).

V zvezi z zavzemanjem za čimprejšnjo javno objavo cenovno občutljivih informacij, ki naj bi v praksi preprečevala TNPNI, je potrebno na tem mestu opozoriti, da utegne imeti prehitra javna objava v določenih okoliščinah negativne posledice za samo javno družbo. Na primer, prehitro razkritje namere neke javne družbe za prevzem druge javne družbe bi lahko povzročilo rast cene vrednostnih papirjev ciljne družbe, kar pa bi v končni posledici pomenilo višje stroške prevzema ter s tem neugodne posledice za prevzemno družbo. Vendar o tem nekoliko kasneje. Še očitnejša je škoda pri posredovanju take informacije

nekomu drugemu, recimo, če gre za nov izum, ki so ga razvili v podjetju, najdišče rudnega bogastva itd. Izpolnitev poslov na podlagi take informacije oziroma posredovanje informacije drugim zmanjšuje vrednost informacije za podjetje.

Zaradi navedenega je še toliko pomembneje, da javne objave niso izvedene ne prepozno in ne prehitro, temveč pravočasno. Menim, da bi pri tem morali upoštevati dve pravili: razkriti kar se da hitro in razkriti samo, ko so dejstva »močna«.

4.4.2.2. Prevzem

Tako kot v tujini je tudi v Sloveniji postala problematika z notranjimi informacijami aktualna ob prevzemih in z njimi povezanih premijah, ki jih prejmejo delničarji prevzetih podjetij (Lahovnik, 2003, str. 12). Kar je bilo opaženo, da gre za pogosto gibanje cen delnic.

Leta 1988 je laburistična stranka analizirala 50 največjih prevzemnih ponudb v Londonu vse od borznega zloma oktobra 1987 in zaključila, da je prišlo do *prima facie* primera TNPNI. Analiza je pokazala, da je imela skoraj tretjina vseh ponudb nepojasnjeno nenavadno gibanje delnic ravno pred datumom, ko so bile dane ponudbe ali začeti pogovori; da so špekulacije z delnicami redno premaknile ceno delnic za več kot 15 odstotkov in včasih celo tako visoko kot 25 odstotkov ali več in da je poglobljena analiza štirih prevzemov razkrila visoko kupovanje in špekulativno trgovanje, ki je bilo včasih vprašanje ur (Ashe, Counsell, 1993, str. 25).

Pri prevzemih podjetij poskuša prevzemno podjetje nakupiti kontrolni delež v ciljnem podjetju, saj je nakup delnic takega podjetja po mnenju prevzemnega podjetja dobra naložba. Delnice ciljnega podjetja so namreč po mnenju prevzemnega podjetja podcenjene, zato je nakup ciljnega podjetja ali njegovih delnic za prevzemno podjetje smiseln. Da bi lahko odkupilo delnice ciljnega podjetja, mora prevzemno podjetje dejanskim delničarjem ciljnega podjetja ponuditi višjo ceno za njihove delnice, kot jo imajo te trenutno na trgu (Špec, 1996a, str. 67).

Stroški prevzema so toliko višji, kolikor višja je cena delnic podjetja. To se lahko zgodi tudi zaradi TNPNI, ko insajderji nakupujejo delnice ciljnega podjetja, še preden je o nameravanem prevzemu seznanjena javnost. Eden od značilnih načinov, kako merimo verjetnost obstoja, da se je trgovalo s pomočjo notranjih informacij, je gibanje cen v dnevih pred objavo informacije o prevzemu in takoj po njej. Če vidimo, da se na dan objave informacije s cenami ni zgodilo nič, potem pomeni, da se je trgovalo na podlagi notranjih informacij, saj se je cena že prej prilagodila ravni, ki jo odraža. Kolikor večji je skok cene na dan, ko je informacija javno sporočena, tem manjša je verjetnost, da je šlo za TNPNI.

Analiza, ki jo je opravil Vojko Bole, je pokazala, da je na dan objave v naših podjetjih skok cene značilen (Mramor, 2002, str. 8).

Lisa Meulbroek je z raziskavo ugotovila, da bodo velike spremembe cene po objavi notranje informacije sledile le, če insajder ni pred tem sam ali z drugimi vlagatelji, ki so njegovo trgovanje posnemali, pred objavo novice močno spremenil ceno.

V raziskavi je avtorica pregledala 320 primerov TNPNI, ki jih je komisija SEC med letoma 1980 in 1989 sodno preganjala, in tako iz dokazanih primerov TNPNI določila oziroma presodila njegove učinke. Avtorica je izhajala iz Keownove in Pinkertonove raziskave, ki je ugotovila, da se 40 do 50 odstotkov porasta cene delnice ciljnega podjetja pojavi pred dejanskim javnim razkritjem prevzema. V raziskavi primerov takega trgovanja je ugotovila, da se 53 odstotkov tega porasta cene delnice ciljnega podjetja zgodi tiste dneve, ko dejansko trgujejo insajderji. Še več, porast, ki se pojavi v dnevih njihovega trgovanja, je večji kot porast, ki se zgodi takoj v dnevih po javnem razkritju informacije in tudi v dnevih brez javnega razkritja ali trgovanja na podlagi notranjih informacij. Iz tega je sklepala, da TNPNI s premikanjem cen delnic precej povečuje njihovo točnost (Špec, 1996a, str. 64–65).

Dobiček za insajderje je razlika med trenutno tržno ceno delnic ciljnega podjetja in ceno, ki jo je prevzemno podjetje ponudilo delničarjem ciljnega podjetja za odkup njihovih delnic. Da bi se prevzem lahko uspešno končal, mora namreč 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. Pri prevzemih je treba vedeti, da prevzemnik, ki želi imeti nadzor nad podjetjem, to tudi plača; cena, ki običajno velja na trgu, velja za manjšinskega delničarja, medtem ko ima nadzor dodatno vrednost (Mramor, 2002, str. 8).

V svetu premija za nadzor v povprečju zviša ceno delnice okrog 33 odstotkov. Seveda pa so ti odstotki v posameznih primerih različni in so lahko tudi precej višji: tudi 70, 120 ali več odstotkov. Če torej nekdo v podjetju ve za prevzem, vendar to še ni javna informacija, lahko v povprečju zasluži s to informacijo 33 odstotkov vrednosti delnic na račun drugih, ki te informacije še nimajo (Mramor, 2002, str. 8).

Vedeti moramo, da mora prevzemna družba, ki začne postopek prevzema pri določeni ceni, zaradi naraščanja cene, ki ga povzročijo insajderji s svojimi nakupi, plačati za delnice ciljnega podjetja več, kot bi morala, če ne bi bilo trgovanja na podlagi notranjih informacij. Večje povpraševanje insajderjev po delnicah ciljnega podjetja lahko zato povzroči tudi višje stroške prevzema ali celo onemogoči prevzem določenega podjetja.

Omenimo lahko še eno raziskavo Meulbroekove in Hartove (1997). Gre za raziskavo povezave med nezakonitimi aktivnostmi TNPNI pri prevzemih delnic ciljnega podjetja in obsegom premije, ki jo ponudnik plača pri uspešnih prevzemih. Delo primerja premijo prevzemov v ZDA z odkritim nezakonitim TNPNI z primerljivim vzorcem prevzemov brez odkritega nezakonitega TNPNI in analizira, ali so razlike med prevzemnimi premijami pri obeh vzorcih nastale zaradi nezakonitega trgovanja.

Jedro raziskave izhaja iz raziskave iz leta 1992, ki je bila opisana na str. 26. V tej raziskavi pa sta Meulbroek in Hart analizirali 112 prevzemov med letoma 1974 in 1989. Teh 112 je sestavljenih iz 50 ponudb za odkup, 47 združitve, 12 odkupov podjetja z zadolžitvijo in 3 menedžerskih odkupov.

Vedeti moramo, da je narava razmerja med TNPNI in prevzemno premijo središče debate o zaželenosti omejitve TNPNI. Zagovorniki omejevanja trgovanja trdijo, da takšno trgovanje ovira trg z zvišanjem premije, ki jo mora ponudnik ponuditi za pridobitev cilja (tarče). Ta argument nakazuje prenos bogastva od ponudnika do delničarjev ciljnega podjetja. Kar je še pomembnejše, zvišanje stroškov ponudnikom namiguje, da se nekatere sicer ekonomsko učinkovite združitve mogoče nikoli ne bodo zgodile. Kritiki urejanja TNPNI pa dvomijo o vzročni povezavi med tovrstnim trgovanjem in velikostjo prevzemne premije.

Z raziskavo je bilo ugotovljeno, da imajo prevzemi z odkritim nezakonitim TNPNI prevzemno premijo, ki je v povprečju za 30 % višja od kontrolnega vzorca prevzemov. Na splošno se ugotovitve ujemajo s predpostavko, da nezakonito trgovanje vodi do višjih prevzemnih premij.

Vendar pa je raziskava pokazala tudi, da kot prvo ni dokazov, da insajderji selektivno trgujejo pri prevzemih z visokimi premijami. Kot drugo, pri pregledu primerov raziskav SEC-a ne najdemo zagovora za predpostavko, da višje premije pripeljejo do odkritja nezakonitega trgovanja. Ti rezultati testa so v skladu s predpostavko, da nezakonito trgovanje povzroča višje prevzemne premije.

Tema, ki raziskuje učinek nezakonitega TNPNI na prevzemne premije, ponuja nekatere empirične poglede na razmišljanje o tem, ali bi spremenili ali obdržali obstoječe zakone o tem trgovanju in kako strogo kaznovati kršitelje zakona. Če takšno trgovanje vodi do višjih prevzemnih premij, se verjetno nekatere sicer učinkovite združitve ne bodo zgodile. Če je učinek trgovanja na prevzemno premijo večji, in prevzemi so pomembni, ker prispevajo k ekonomski učinkovitosti, potem naj bodo postopki zatiranja trgovanja strogi in kazni za kršitelje oziroma kršitve naj bodo visoke. Seveda pa imata lahko takšno uveljavljanje in kazen tudi nezaželene posledice, na primer zaviralni učinek na pretok nenotranjih

informacij med udeleženci na trgu. Tako vidimo, da je največji problem pri tem trgovanju nevednost oziroma pomanjkanje raziskav, ki se šele v zadnjem času počasi premikajo.

4.4.3. MANIPULACIJA

TNPNI lahko poveča možnost manipuliranja s cenami delnic. Sam Manne (1966a, str. 147–154) obravnava več različnih načinov te manipulacije. Prva oblika je objavljjanje neresničnih dobrih ali slabih novic z namenom zavajanja drugih na delniškem trgu. Druga oblika manipulacije je namerno širjenje slabih novic, ponovno z namenom, da jim bodo na delniškem trgu verjeli. Nasprotno temu je širjenje dobrih novic, kar naj bi insajderji v podjetju tudi delali, in tega ne smemo jemati kot manipulacijo. Tretja oblika manipulacije je zavlačevanje z razkrivanjem slabih ali dobrih novic z namenom, da bi insajderjem v podjetju dali več časa in jim omogočili dobičkonosno poslovanje. To smo že zajeli v poglavju 4.4.1. Četrta oblika je kupovanje in prodaja delnic z namenom ustvarjanja umetne tržne cene in navidezne aktivnosti na trgu.

4.4.3.1. Manipulacija s prevaro

Prva oblika manipulacije, objava neresničnih izjav, po katerih se obrača trg, običajno vsebuje vse tehnične elemente prevare. Insajderji v podjetju, ki širijo lažne informacije, v bistvu umetno zvišujejo cene svojega tečaja. Če resnica pride na dan (kar je samo vprašanje časa), bo vrednost informacij od istega vira, resničnih in lažnih, na trgu precej manjša. Takoj ko se razve, da so insajderji s prevaro manipulirali z delnicami nekega podjetja, bodo vse nadaljnje informacije, ki prihajajo z njihove strani, sprejete z negotovostjo.

Čez čas se bo resnica razkrila in glede na to se bo spremenila tudi cena delnic, če bodo insajderji trgovali z njimi ali ne. Tako vidimo, da večina dolgoročnih vlagateljev ne bo prizadeta, saj bo trg na koncu pokazal pravo resnico.

4.4.3.2. Namerno širjenje slabih novic

Druga oblika manipulacije, ki govori proti TNPNI, je širjenje slabih novic, s čimer želijo insajderji v podjetju doseči dobičke na delniškem trgu. Temu nasprotuje dejstvo, da lahko insajderji zaslužijo tako s širjenjem slabih kot tudi dobrih novic, kar jih lahko spodbudi k temu, da širijo slabe novice. Toda čeprav lahko enako količino denarja zaslužijo ne glede na to, ali so novice, ki jih širijo, dobre ali slabe, običajno raje širijo dobre. Trg lahko sprejme neomejeno število dobrih novic, medtem ko slabe novice padejo v oči. Če je slabih

novic preveč, se bo podjetje gotovo zaprlo in vse trgovanje prekinilo. Preden pride do tega, posredujejo na trgu drugi in disciplinirajo tiste, ki novice širijo. Če se cena delnic nekega podjetja spusti precej nizko, to napoveduje notranjo spremembo vodstva ali prevzem podjetja. Razlog za to, da so dobre novice bolj zaželeno od slabih, ni nujno ekonomski. Tudi družbeni in psihološki pritiski lahko povzročijo širjenje prej dobrih kot slabih novic. Uspeh je brez dvoma del etosa vodstva podjetja in slabe novice bodo vedno sprejete z nižjim spoštovanjem kolegov v podjetju, ne glede na to, koliko denarja je bilo zasluženega na delniškem trgu. Ponavljajo se zgodbe o uspehu in ne tiste o porazu.

4.4.3.3. Ustvarjanje umetne tržne cene in navidezne aktivnosti

Zadnja oblika manipulacije, ki jo lahko povzroči takšno trgovanje, je umetna stimulacija trga z namenom dvigniti ali spustiti ceno delnic in tako prikazati aktivnost delnic. To obliko lahko primerjamo z uporabo lažnih stavkov. Neresnice so namenjene trgovcem z delnicami, ki kupujejo in prodajajo na podlagi tako imenovanih tehničnih dejavnikov namesto temeljnih. O teh faktorjih smo govorili v poglavju 4.3. Tako vidimo, da dolgoročni vlagatelji ne bodo prizadeti. Cena delnice se bo prej ali slej prilagodila pravilni ravni.

4.4.4. KRAJA PRAVIC

Če se vse strani glede TNPNI lahko strinjajo glede nečesa, je to, da ima notranja informacija vrednost. Tudi sodišča so zavzela stališče, da ima takšna informacija status premoženja (Lahovnik, 2003, str. 12). Osebe imajo lahko korist od privilegiranih informacij, nastalih pri njihovih profesionalnih aktivnostih. Resnično, denarni dobiček, ki lahko sledi na podlagi informacijske prednosti, pojasnjuje zanimanje za takšno trgovanje (Macey, 1991, str. 2).

Ker ima informacija vrednost in se pridobi z določenimi stroški, lahko nanjo gledamo kot na vrsto lastnine. Toda komu informacija pripada? Pripada tistemu, ki jo odkrije, ustvari ali naredi. Lastniško pravico nad informacijo ima podjetje (in/ali njegovi delničarji) in ne posamezni zaposleni v podjetju. Zaposleni lahko odkrijejo, ustvarijo ali naredijo te informacije samo zato, ker za njimi stojta moč in ugled podjetja. TNPNI je nedopustno, ker prikrajša podjetje za izključno uporabo informacije, za katero je vložilo določena sredstva.

Krhka in kratkotrajna narava notranje informacije nakazuje, da je potreba po zaščiti lastniških pravic pri tem blagu še posebej močna.

Razlog, zakaj so lastniške pravice za neotipljive stvari bolj krhke v primerjavi z lastniškimi pravicami nad drugimi stvarmi, je v tem, da lahko njihova uporaba prikrajša zakonitega

lastnika za celotno vrednost stvari za ves čas. TNPNI je dober primer. Vrednost določenega dela notranje informacije je lahko izkoriščena/izčrpana (do konca) in ko je enkrat izčrpana, je ostali ne morejo več izkoriščati. Recimo, na primer, da nekdo pozna nekaj, kar bo dvignilo ceno delnice z njene trenutne cene 5 EUR na novo »pravilno« ceno 7,5 EUR, ko postane informacija javno znana na trgu. Če z nakupom delnic insajder spravi ceno delnic na njihov primerni nivo, je preprečil zakonitemu lastniku informacije, da bi imel dobiček od njihove uporabe, kajti, ko se enkrat cena delnic naravna na 7,5 EUR, je priložnost za druge, da bi imeli dobiček od informacij, za vedno izgubljena. Vsi informacije ne morejo uporabljati v neomejenih količinah. Hkrati pa lahko rečemo, da je notranja informacija eden najlažje prenosljivih proizvodov.

Vendar morata biti izpolnjena dva pogoja, da ima informacija status notranje informacije. Dogodek mora biti tak, da bi, če bi bili vsi ostali dejavniki konstantni, močno vplival na ceno delnic družbe. Vendar mora biti novica prav tako sposobna fizičnega izkoriščanja od nekaterih posameznikov na trgu, preden zadeva postane javno znana. Torej, za nekatere posameznike ali izbrane skupine mora biti možno, da kupijo ali prodajo delnice, preden se učinek novice odrazi na trgu.

Notranja informacija zajema tako znanje o verjetnosti določenega pripetljaja kot tudi znanje o dejanskem pripetljaju. Zato, ko menedžer dobi ponudbo o združitvi, za katero meni, da se lahko izvrši z dobičkom, ima vredno informacijo, čeprav je verjetnost pripetljaja manj kot 100 odstotkov. Vrednost informacije se mora v bistvu zmanjšati zaradi verjetnosti, da ne pride do pripetljaja. To razloži, zakaj insajderji pogosto izvajajo investicije, ki ne prinesejo hitrega dobička.

So še drugi razlogi, zakaj insajderji ne izkoristijo 100 odstotkov potencialne vrednosti dela informacije. Insajderji pogosto nimajo izključne kontrole nad notranjo informacijo. Niso vseh informacij, ki jih nadzirajo, proizvedli sami.

4.4.5. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ SLABI UGLED PODJETJA

Slovar slovenskega knjižnega jezika (1994, str. 1446, 1249) definira ugled kot zelo dobro mnenje, ki ga ima več ljudi o kom zaradi njegovih lastnosti, dejanj.

Pomen ugleda je res vse večji. Podjetja spoznavajo, da – enostavno rečeno – ugled pomeni pridobitev za njihove posle. Ugled podjetja je vir, ki pomaga pri poslovanju. Zgrajen ugled pritegne podporo kupcev, potencialnih zaposlenih in tudi vlagateljev (Jezeršek Turnes).

Vedeti pa moramo, da ima TNPNI negativen predznak, ker večina ljudi meni, da je takšno trgovanje nepravilno. Vidijo ga kot možnost velikega zaslužka z malo tveganja. Kot razlog, da ljudje pristanejo med insajderskimi trgovci, postavljajo na prvo mesto pohlep.

Menedžerji podjetja s TNPNI zato utegnejo »vreči senco na ime podjetja, da lahko škodujejo odnosom z delničarji in da lahko spodkopljajo ugled delnic podjetja v javnosti«. Škoda na ugledu te vrste se prevede v neposredno finančno škodo, s tem da dviga stroške kapitala podjetja, če vlagatelji zahtevajo premijo (tako, da plačajo manj), kadar kupujejo delnice pri podjetju, katere delničarji se gredo takšno trgovanje (Bainbridge, 1998, str. 790).

Poleg tega so tuji strokovnjaki že pred časom z raziskavami potrdili, da ugled menedžerja vpliva na ugled podjetja. Ta vpliv se iz leta v leto še povečuje, saj podatki kažejo, da se je od leta 1997 do leta 2001 povečal za kar 20 odstotkov. Izbira menedžerja zato močno vpliva na usodo celotnega podjetja, saj ta veliko prispeva tako k njegovemu ugledu kot tudi tržni vrednosti podjetja (Matejčič, 2003).

Zavedati pa se tudi moramo, da se ugled podjetja oblikuje v daljšem časovnem obdobju, zato ga je potrebno vzdrževati in ščititi, kajti vsaka najmanjša napaka (nesreče, škandali) lahko privede do cikla upadanja – prodaje, dobička, investicij, morale podjetja itd. Obenem pa obnovitev ugleda terja veliko več truda in časa v primerjavi z njegovim ustvarjanjem.

4.5. TRGOVANJE NA PODLAGI NOTRANJNH INFORMACIJ ZMANJŠUJE ZAUPANJE V KAPITALSKI TRG

Trg vrednostnih papirjev je pomemben del trga kapitala in s tem finančnega sistema, katerega delovanje zagotavlja izdajateljem (na primer gospodarskim subjektom) pomemben finančni vir, ki je alternativa finančnim virom v obliki bančnih kreditov. Po drugi strani pa so z zornega kota investorjev naložbe v vrednostne papirje pomembna oblika naložb, ki so alternativa naložbam v bančne denarne depozite. Trg vrednostnih papirjev in trg denarja sta kot segmenta trga kapitala pomemben del finančnega sistema, katerega funkcija je (zgoščeno in poenostavljeno povedano) zbiranje (koncentracija) prihrankov in usmerjanje teh prihrankov v investicije in s tem gospodarski razvoj. Delovanje trga kapitala je tako pomemben (makro)ekonomski interes vsake države. Zaradi uresničevanja funkcije trga vrednostnih papirjev je interes vsake države zagotoviti (Plavšak, 2003, str. 1339):

- trdnost (stabilnost) in zanesljivo delovanje trga vrednostnih papirjev;
- zaupanje investorjev v ta trg.

Če mali vlagatelji vidijo, kako mastne dobičke zaradi pravočasne obveščenosti pridobivajo ljudje na »pravih položajih«, bo zaupanje malih vlagateljev v borzo hitro splahnelo (Špec, 1995, str. 43). Hkrati se pogosto predvideva, da se TNPNI odvija v velikem obsegu. Vendar pa obstaja zelo malo raziskav, ki bi to potrdile (Ashe, Counsell, 1993, str. 25). Vse to lahko privede do zmanjšanja zaupanja v učinkovito poslovanje borze, ki ima za posledico onemogočanje izpolnjevanja nalog borze. Gospodarstvo si v tem primeru ne bo moglo zagotoviti dovolj kapitala za naložbe, to pa lahko povzroči slabšo konkurenčnost in končno tudi poslabšanje gospodarskega položaja v državi.

Veliko pove ob tem podatek, da so se nekatere države za sankcioniranje obravnavanega trgovanja odločile ravno po velikih krizah na borzah (ZDA leta 1934, Francija leta 1967, ko je bil borzni indeks na do takrat najnižji točki, upadale so nove izdaje delnic) (Špec, 1995, str. 43).

Konkurenčni pritisk, mednarodni napor glede zatiranja TNPNI in tehnološki razvoj so trije elementi, za katere se zdi, da privedejo do razkritja takšnega trgovanja. Čezmejne transakcije so pridale mednarodni karakter trgov, ki postanejo bolj konkurenčni. TNPNI se smatra kot dejavnik, ki poslabša privlačnost trga za tuje udeležence, zato konkurenčni pritiski vodijo do prepovedi trgovanja. Dejansko se zdi, da novejši trend o bolj izpopolnjenih zakonih o TNPNI v večini narašča zaradi pritiska ZDA, katerih trg je najbolj reguliran. Internacionalizacija trgov olajša globalno investiranje, vendar hkrati ustvari nove priložnosti za takšno trgovanje. Molčečnost in blokadni zakoni, ki preprečujejo razkritje informacij, hitri napredki v telekomunikaciji, poleg tega še štiriindvajseturno trgovanje, povečajo priložnost zlorabe notranjih informacij (Zekos, 1999, str. 30).

Vendar pa je zaradi očitnih razlogov zelo težko priti do primerov TNPNI. Še več, gre za aktivnost, ki se najverjetneje zgodi, ko se pojavi priložnost in tako posameznika vodi v skušnjava, da bi izkoristil to priložnost. Zaradi slučajne narave te oportunistične prakse je težko določiti njen razmah.

Hkrati je publiciteta, ki je bila namenjena škandalom, dala vsem vlagateljem vedeti, da je TNPNI pogosta kršitev za vrednostne papirje, kar pomeni, da ne ogroža zaupanja vlagateljev na trgu vrednostnih papirjev. Še več, ne glede na vsa pravna pravila še vedno prihaja do takšnega trgovanja in to znanje privede cene na pravilni nivo.

Japonska na primer je šele pred kratkim začela urejati tovrstno trgovanje in njeni predpisi še niso uveljavljeni. Isto velja za Indijo. Hongkong je preklical prepoved takšnega trgovanja. Vsi pa imajo visoko likvidne delniške trge. »Na Japonskem... se TNPNI smatra za primerno in ni bilo še nobenega primera poročanja pod trenutno veljavno prepovedjo trgovanja.« (Bainbridge, 1998, str. 786).

Poleg tega ne obstajajo dokazi, da vlagatelji zapustijo trg, ker insajderji trgujejo na tem trgu (Bainbridge, 1998, str. 786). Po drugi strani pa je pomembno tudi to, da v splošnem uvajanje strožjih pravil o TNPNI v ZDA ni imelo nobenih posledic za obseg trgovanja notranjih investorjev. Slednje bi znalo biti pomembno tudi za manj razvite trge kapitala, kjer so možnosti za trgovanje na osnovi notranjih informacij večje (Deželan, 1996, str. 41).

5. SKLEP

Pri trgovanju na borzi so informacije ključnega pomena za odločanje. Kdor ima notranje informacije, lahko svoje odločitve o vlaganju v vrednostne papirje sprejema hitreje in varneje kot drugi, ki takih informacij nimajo. Ugotovili smo lahko tudi, da je TNPNI vse prej kot nov pojav ter da gredo zasluge za to predvsem človeški naravi, šele nato pa čemu drugemu.

Pod vprašaj se postavlja samo pravno sankcioniranje takšnega trgovanja. Videli smo, da TNPNI ni mogoče odpraviti zgolj s pravno regulacijo oziroma celo inkriminacijo. Težave nastanejo kasneje, in sicer predvsem pri odkrivanju ter dokazovanju teh dejanj. Brez ustrezno organiziranih organov, pristojnih za boj proti takšnemu trgovanju, ni mogoče računati na uspeh ne glede na še tako stroga določila. Slednje velja tudi za Republiko Slovenijo, kjer od uveljavitve kaznivega dejanja po 243. členu Kazenskega zakonika še nimamo uspešno zaključenega primera tovrstnega trgovanja.

Vendar ni vse črno, kot se sprva vidi. Vsaka medalja ima dve strani in tudi TNPNI ni nobena izjema. Nekatere ekonomske razprave označujejo takšno trgovanje za gospodarsko koristno, saj zmanjšuje nihanje cen vrednostnih papirjev, povečuje učinkovitost kapitalskega trga ter omogoča boljšo alokacijo kapitala. Vendar pa se eden največjih zagovornikov regulacije Manne strinja, da takšno trgovanje poveča možnost manipuliranja s cenami vrednostnih papirjev. Zaslužiti se da tako z objavljanjem neresničnih novic kot s širjenjem slabih novic, z zavlačevanjem razkritja in ustvarjanjem navidezne aktivnosti na trgu. Vse to z namenom doseganja dobička.

Ta tematika je najbolj aktualna v času prevzemov. Vemo, da so prevzemi pomembni, saj prispevajo k ekonomski učinkovitosti. TNPNI lahko povzroči višje stroške prevzema ali celo onemogoči sam prevzem. Vendar pa po drugi strani kritiki regulacije dvomijo o vzročni povezavi trgovanja in velikosti prevzemne premije. Tu se soočimo z največjim problemom te tematike. To je nevednost oziroma pomanjkanje raziskav.

Kot najučinkovitejše orožje proti zlorabi notranjih informacij se navaja njihova takojšnja objava. Ko je notranja informacija razkrita javnosti (objavljena), izgubi status notranje informacije in prepovedi trgovanja ni več. Z zmanjševanjem števila notranjih informacij se

tako zmanjša možnost TNPNI – gre za učinkovit in smiseln preventivni ukrep. Vendar pa po drugi strani nobeno podjetje javnosti ne razkrije vseh informacij in načrtov o svojem sedanjem in prihodnjem poslovanju. Popolno razkritje je ne samo nemogoče, temveč je lahko tudi v nasprotju z interesi podjetja. Hkrati pa lahko ukrep takojšnje objave povzroči prehitro razkrije informacij, kar ima tudi negativen vpliv na samo podjetje.

Poleg tega je TNPNI negativno zaznamovano pri vlagateljih, in to predvsem zaradi insajderjevega boljšega dostopa do informacij, ki jih uporabi za doseg dobička. Tu smo ugotovili, da insajderji lahko premagajo trg. To lahko ogrozi samo zaupanje v kapitalske trge, kar ima lahko hude posledice. Vedeti moramo, da kapitalski trg v kapitalističnih gospodarstvih igra pomembno vlogo v alokaciji sredstev. Slabost argumenta je, da se obrača pretežno samo na čustva ali percepcije malih vlagateljev in se ne vpraša, ali so te percepcije upravičene. Če torej TNPNI v resnici škoduje malim vlagateljem, potem je izguba zaupanja verjeten razlog za zakonsko prepoved trgovanja. Če pa, kot trdijo mnogi, praksa ne škodi malim vlagateljem, potem je pametno vlagatelje izobraziti in ne zakonsko prepovedati trgovanja.

LITERATURA

1. Ashe Michael, Counsell Lynne: Insider trading. London : Tolley Publishing Company Limited, 1993. 252 str.
2. Bainbridge M. Stephen: Insider Trading: An Overview. Los Angeles : UCLA School of Law., str. 772–812 [URL: <http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf>], 16. 9. 1998.
3. Bhattacharya Utpal, Daouk Hazem: The World Price of Insider Trading. Bloomington : Kelley School of Business, Indiana University, 2000. 24 str.
4. Braundel Fernand: Igra menjave I. Ljubljana : Studia Humanitatis, 1989. 324 str.
5. Čeh Silva: Slovenija, raj za insiderje?: insiderstvo. Delo (Sobotna priloga), Ljubljana, 1. jun. 2002, str. 8–9.
6. Deisinger Mitja: Kazenska odgovornost pri zlorabi notranjih informacij. Podjetje in delo, Ljubljana, 1994, 2, str. 185–191.
7. Deželan Silva: Učinkovitost trga kapitala: teorija, empirične raziskave in primer Slovenije. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 104 str.
8. Dvoršek Anton, Selinšek Liljana: Problematika finančnega kriminala v Sloveniji. Ljubljana : Fakulteta za policijsko-varnostne vede, Pravna fakulteta, 2005. 172 str.
9. Easterbrook Frank H., Fischel Daniel R.: The economic structure of corporate law. Cambridge : Harvard University, 1991. 370 str.
10. Fleischer Arthur, Jr.: Corporate disclosure/ Insider trading. Harvard Business Review, Boston, 1967, 114, str. 129–135.
11. Frankel Richard, Li Xu: Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. Journal of Accounting and Economics, Cambridge, 2004, 37, str. 229–259.
12. Grilc Peter: Insiderstvo – trgovanje na podlagi notranjih informacij. Podjetje in delo, Ljubljana, 20 (1994), 5/6, str. 558–563.
13. Grilc Peter: Pravnoteoretični pogledi na trgovanje z notranjimi informacijami oziroma na podlagi notranjih informacij (insider dealing) in ureditev v primerjalnem pravu. Podjetje in delo, Ljubljana, 1994a, 2, str. 160–180.
14. Groznik Peter: Ko psi ne zalajajo. Delo (Sobotna priloga), Ljubljana, 17. 4. 2004, str. 10.
15. Groznik Peter: Sodijo notranje informacije v zakon?. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51 (2002), 22, str. 60–62.
16. Groznik Peter: Vpliv cenovno občutljivih informacij. Finance, Ljubljana, 20. 9. 2004.
17. Harnik Snežana: Notranje informacije: skozi teorijo do prakse. Pravna praksa, Ljubljana, 20 (2001), 28, str. 5–7.
18. Horvat Boštjan: Ugotavljanje in preprečevanje trgovanja z notranjimi informacijami. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 46 (1995), 5, str. 520–533.
19. Hren Kristian: Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo. Podjetje in delo, Ljubljana, 29 (2003), 6/7, str. 1424–1452.

20. Jager Uroš: Zloraba notranjih informacij kot kaznivo dejanje v teoriji in praksi. Diplomsko delo. Ljubljana : Pravna fakulteta, 2002. 34 str.
21. Juhart Miha: Trgovanje z notranjimi informacijami (insidertrading) po direktivi 89/582/EEC. Podjetje in delo, Ljubljana, 20 (1994), 2, str. 181–184.
22. Lahovnik Matej: Nikakor privilegij posvečenih: trgovanje z notranjimi informacijami. Delo, Ljubljana, 29.3.2003, str. 12.
23. Macey Jonathan R.: Insider trading. Washington d.c. : The AEI Press, 1991. 76 str.
24. Manne Henry G.: In drfenses of Insider Trading. Harvard Business Review, Boston, 1966, 113, str. 113–122.
25. Manne Henry G.: Insider trading and the stock Market. New York : The Free Press, 1966. 274 str.
26. Matejčič Katarina: Velik vpliv ugleda menedžerja na podjetje. Finance, Ljubljana, 19. 1. 2003.
27. Meulbroek Lisa K., Hart Carolyn: The effect of illegal insider trading on takeover premia, European Finance Review, Oxford, 1997, 1, str. 51–80.
28. Mramor Dušan: Nekateri so zelo obogateli, intervju z dr. Dušanom Mramorjem. Delo (Sobotna priloga), Ljubljana, 1. jun. 2002, str. 8–9.
29. Mramor Dušan: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana : GV založba, 2000, 471 str.
30. Morela Jana: Spremembe pravne ureditve prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij (1). Bančni vestnik, Ljubljana, 54 (2005), 4, str. 39–42.
31. Morela Jana: Spremembe pravne ureditve prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij (2). Bančni vestnik, Ljubljana, 54 (2005a), 5, str. 46–49.
32. O'Keeffe Matthew: In Praise of Insider Trading. Libertarian Alliance, London, 1989, 18, str 1–2.
33. Oset Gregor, Dvoršek Anton: Kriminal v borznem poslovanju – nekatere pojavne oblike in omejevanje. Ljubljana : Visoka policijsko-varnostna šola, 2003. 13 str.
34. Plavšak Nina: Odgovornost za nepravilna razkritja podatkov o javnih družbah. Podjetje in delo, Ljubljana, 29 (2003), 6/7, str. 1399–1407.
35. Razpet Aleš, Tič Vesel Marjeta, Verčič Dejan: Komuniciranje s finančnimi javnostmi. Ljubljana : GV založba, 2003. 188 str.
36. Špec Boštjan: Nemška pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij. Pravna praksa, Ljubljana, 1996, 5, str. 1–5.
37. Špec Boštjan: Odgovornost v zvezi s poslovanjem na podlagi notranjih informacij. Podjetje in delo, Ljubljana, 29 (2003), 6/7, str. 1408–1415.
38. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996a. 219 str.
39. Špec Boštjan: Zlorabljene notranje informacije: insiderstvo. Manager, Ljubljana, 1995, 6/7, str. 43–45.
40. Toplak Simona: Slovenija: odlični predpisi, nobenih rezultatov. Finance, Ljubljana, 24. 9. 2001.

41. Veselinovič Draško: Problematika trgovanja z notranjimi informacijami. Bančni vestnik, Ljubljana, 49 (2000), 6, str. 15–21.
42. Zekos Georgios I.: Insider trading under the EU, USA and English law. Patrington : MCB university press, 1999. 36 str.

VIRI

1. Chatman Thomsen Linda: Testimony Concerning Insider Trading. [URL: <http://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts092606lct.thm>], 26. 9. 2006.
2. Council Directive of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing (89/592/EEC), OJ L 334, 18. 11. 1989.
3. Mramor Dušan: Slovar poslovnofinančnih izrazov: slovensko-angleški, angleško-slovenski. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.
4. Insider Trading Task Force: Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence. 59 str. [URL: http://www.csa-acvm.ca/pdfs/ittf_report.pdf], 10. 11. 2003
5. Jezeršek Turnes Jadranka: Zgradite ugled na čustveni privlačnosti [URL: www.imeldaogilvy.si/sl/znanje/arhiv/charles_j_frombrun], 8. 1. 2007.
6. Shah Ajay: Why forbid insider trading? [URL: mayin.infofin.com/ajayshah/media/1998/insider.html], 5. 8. 2006.
7. Slovar slovenskega knjižnega jezika. Ljubljana : DZS, 1994.
8. Skupno letno poročilo o delu državnih tožilcev 2005. [URL: www.dt-rs.si/strani/letnoporocilo.html], 17. 12. 2006.
9. Uncovering insider trading: Investopedia staff [URL: <http://www.investopedia.com/articles/02/061202.asp>], 12. 6. 2002.
10. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1A) (Uradni list RS, št. 86/2004).

SLOVAR

Slovar slovenskih prevodov angleških izrazov

Angleški izraz	Slovenski prevod
convictionless crime	zločin brez obsodbe
corporate director	direktor podjetja
dividend history	zgodovina dividend
earning potential	potencialni zaslužek
enforcement	izvrševanje zakonov trgovanja na podlagi notranjih informacij
executive	vodilni menedžer
expenditure	izdatek
fundamental	temeljen
insider dealing	trgovanje na podlagi notranjih informacij
insider trading	trgovanje na podlagi notranjih informacij
intangible thing	neotipljiva stvar
investor	vlagatelj
issuer	izdajalec vrednostnih papirjev
leveraged buyout	odkup podjetja z zadolžitvijo
management buyout	menedžerski odkup
market professional	tržni strokovnjak
memorandum	notranje sporočilo
merger	združitev
misappropriation	nezakonita prisvojitve
outperform	bolje odrezati
pecuniary gain	denarni dobiček
property right	lastniška pravica
shareholders' welfare	blaginja delničarjev
takeover	prevzem
take-over bid	prevzemna ponudba
takeover-target stocks	prevzem delnic ciljnega podjetja
tender offer	ponudba za odkup
trader	trgovec
underperform	slabše odrezati