

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**TRGOVANJE NA FINANČNIH TRGIH NA OSNOVI NOTRANJNH
INFORMACIJ**

Ljubljana, oktober 2002

ZVONKA- ANTONIJA STERLE

IZJAVA

Študentka Zvonka- Antonija Sterle izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Zdenka Prohaske in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 VPLIV INFORMACIJ NA DELOVANJE FINANČNIH TRGOV	2
1.1 Asimetrične informacije, narobe izbira, moralno tveganje	2
1.2 Značaj in motivi investitorjev na finančnih trgih	4
1.2.1 Klepetulje	4
1.2.2 Analitiki	4
1.2.3 Trgovci	4
1.3 Teorija majhnega sveta	5
1.4 Informacije in pričakovanja na finančnih trgih	6
1.4.1 Tulipomanija	7
1.5 Javno razkritje poslovanja (angl. disclosure)	9
1.5.1 Trgovanje z notranjimi informacijami	9
2 ZGODOVINA TRGOVANJA NA PODLAGI TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI	10
3 ARGUMENTI PROTI IN ZA ZAKONSKO UREDITEV TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI	13
3.1 Argumenti proti zakonski ureditvi trgovanja z notranjimi informacijami- ekonomski vidik	13
3.2 Argumenti za nadzor in zakonsko ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij	15
3.2.1 Škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje	15
3.2.2 Škoduje izdajateljem vrednostnih papirjev	15
3.2.2.1 Sovražni prevzem (angl. hostile takeover)	15
3.2.2.2 Vpliv na strošek financiranja podjetja	16
3.2.2.3 Insiderstvo zmanjšuje ugled podjetja	17
3.2.3 Kraja pravic podjetja	17
4 PRAVNA UREDITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SVETU	18
4.1 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v ZDA	18
4.1.1 Predpis 10b-5 (angl. Rule 10b-5)	18
4.1.2 Primer Texas Gulph Sulpher	20
4.1.3 Primer Carpenter	21
4.2 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v svetu	21
5 UREDITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI	23
5.1 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji	23
5.1.1 Kazenski zakonik RS	23
5.1.2 Zakon o trgu vrednostnih papirjev	25
5.2 Odkrivanje zlorab z notranjimi informacijami	27
5.3 Obveščanje javnih družb	28
5.3.1 Razlogi za uvedbo sistema elektronskega obveščanja SEOnet	28
5.3.2 Prednosti, ki jih izdajateljem zagotavlja SEOnet v primerjavi z objavami v dnevnikih	30
5.3.3 Glavne prednosti SEOneta za investicijsko javnost	30

5.3.4	Različni tipi objav, ki jih najdemo na SEOnetu	31
6	OKORIŠČANJE Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI IN SEDANJI FINANČNI ŠKANDALI V ZDA	31
6.1	Finančni škandali v ameriških javnih delniških družbah	31
6.2	Podjetje ImClone Systems, Inc.	35
6.3	Kdo je insider?	37
	SKLEP	40
	LITERATURA	43
	VIRI.....	45
	PRILOGA	

UVOD

Goljufije (prevare) na finančnih trgih so zelo zanimiva in obširna snov za raziskovanje, zato se bom pri pisanju diplomskega dela omejila le na trgovanje na osnovi notranjih informacij. Predmet proučevanja bo analiza trgovanja na osnovi notranjih informacij, ki ga proučujejo tako ekonomisti kot pravniki.

Namen diplomskega dela bo ugotoviti, kako trgovanje na podlagi notranjih informacij vpliva na finančne trge in ali ima več negativnih ali pozitivnih posledic. Raziskala bom, kako je omenjeno trgovanje urejeno v svetu, predvsem ali je ustrezno urejeno z zakonodajo, pa tudi odkrivanje ter nadzor nad trgovanjem z notranjimi informacijami. Zanimivo pa bi bilo ugotoviti, ali se vsi udeleženci na trgu sploh zavedajo kaznivosti zlorabe notranjih informacij ali še boljše ali znajo definirati notranjo informacijo in trgovanje na podlagi notranjih informacij.

Moja izhodiščna teza bo, da goljufije na finančnih trgih, med drugim tudi trgovanje na podlagi notranjih informacij, zmanjšujejo zaupanje na finančnih trgih. Trgovanje na podlagi notranjih informacij negativno vpliva na gospodarstvo, zato mora biti prepovedano in ustrezno urejeno z zakonodajo. Goljufije na finančnih trgih pa bodo čedalje bolj odpirale tudi moralno - etično dimenzijo teh dejanj.

Metoda dela, ki jo bom uporabila v delu, bo temeljila na proučevanju teorije in prakse. Teorijo bom poskušala popestriti s tujimi sodnimi primeri, ki so vplivali na dopolnitve zakonodaje na tem področju. V besedilo bom poskušala vključiti čim več primerov poslovanja na podlagi notranjih informacij, da bi tako prikazala pestrost, vsestranskost in raznovrstnost pojava. Diplomsko delo bo razdeljeno na šest poglavij.

Prvo poglavje bo obravnavalo pričakovanja, motive in vedenje udeležencev na finančnih trgih ob nepopolnih informacijah. Poleg tega bo v tem poglavju predstavljen primer evforije s tulipani na Nizozemskem v 17. stoletju. Na primeru zloma na trgu tulipanov, ko je panika zajela trgovce in je bilo omajano zaupanje, bom prikazala, kako težko je znova povrniti zaupanje javnosti. Na kratko bom razložila javno razkritje poslovanja, kamor bi lahko uvrstila tudi trgovanje z notranjimi informacijami.

V drugem poglavju bom predvsem po pisanju Braudela na kratko predstavila zgodovino trgovanja na podlagi notranjih informacij. Trgovanje na podlagi notranjih informacij ni nekaj, kar bi nastalo z razvojem finančnega trga. Pohlep, strastna želja prisvajati si dobrine, slavo, zemljo, izkoriščanje privilegirane položaja je preprosto del človeške narave.

V tretjem poglavju bom po Manneu in drugih avtorjih, ki se strinjajo z njim in njegovo razmišljanje razvijajo naprej, povzemala glavne razloge, ki govorijo v prid trgovanju z notranjimi informacijami. Nekateri ekonomisti v nasprotju s pravniki menijo, da je trgovanje z notranjimi informacijami družbeno koristno in ima pozitivne posledice. Poleg tega bodo v tem poglavju predstavljeni argumenti za nadzor in zakonsko ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij.

Četrto poglavje bo vsebovalo pravno ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v svetu. Države sprejmejo ustrezne zakone in predpise, ki prepovedujejo trgovanje z notranjimi informacijami, bistveno pa je, ali se pregon nad kršitelji na podlagi sprejete zakonodaje dejansko tudi izvaja. Na kratko bom predstavila pravno ureditev tega področja v ZDA, saj se po ameriški ureditvi tega področja zgleduje večina držav v svetu.

Na Slovenijo se bo nanašalo peto poglavje. V okviru tega poglavja bo predstavljena pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij, odkrivanje zlorab z notranjimi informacijami in obveščanje javnih družb. Predmet tega poglavja bodo tudi razlogi za uvedbo sistema elektronskega obveščanja Ljubljanske borze SEOnet in njegove prednosti.

Namen zadnjega poglavja bo prikazati sedanje finančne škandale v ameriških javnih delniških družbah, ki so občutno omajali zaupanje vlagateljev na borzi. Teoretično razlago o tem, kdo je insider, in trgovanja na osnovi notranjih informacij, bom poskušala razložiti z novjšimi dogajanja, in sicer na primeru podjetja ImClone System, Inc.

1 VPLIV INFORMACIJ NA DELOVANJE FINANČNIH TRGOV

1.1 Asimetrične informacije, narobe izbira, moralno tveganje

Tisti, ki ponuja obljube, na primer v obliki dolžniških vrednostnih papirjev ali pa bi rad najel posojilo, ve veliko več o potencialni donosnosti in tveganju. Gre za problem asimetrične informacije. Informacija je asimetrična, kadar ima ena stran v poslovni transakciji manj podatkov kot druga. Kupec obljub, vrednostnega papirja ali posojilodajalec bi sicer lahko prišel do več informacij, vendar samo s precejšnjimi stroški. Če kupuje vrednostni papir, ne more svoje odločitve, do katere je prišel, potem ko je porabil veliko denarja za informacijo, skriti pred drugimi potencialnimi kupci vrednostnega papirja. Na njegovo odločitev čakajo »padalci« ali »prosti strelci« (angl. free rider problem). Prednost banke je v tem, da posojilo ni javna zadeva; banka ima le sama korist od informacij, do katerih pride s stroški. Zaradi asimetričnih informacij, ki jih banka lahko vsaj deloma odpravi, pride do problema narobe izbire (Ribnikar, 1999, str. 149).

Akerloff (Ribnikar, 1999, str. 149-150) je problem narobe izbire predstavil na primeru trga rabljenih avtomobilov. V ZDA označujejo slabe rabljene avtomobile kot »limone«, gre za problem limone. Tisti, ki prodaja star avto, ve kakšen je njegov avtomobil. Na trgu starih avtomobilov je asimetrija v informacijah, saj prodajalci vedo o avtomobilih več kot kupci. Ker so kupci negotovi in mislijo, da so naprodaj predvsem slabi avtomobili, je cena rabljenih avtomobilov tako nizka, da so na tem trgu res samo slabi avtomobili.

V nekem smislu deluje Greshamov zakon.¹ Kupec ima največ možnosti, da kupi slab avto. Izbira je torej narobe. Na finančnih trgih ali pri posojilih plačujejo tisti, ki so boljši dolžniki zaradi asimetričnih informacij višje obrestne mere, kot bi jih sicer plačevali. Tisti, ki obljubo kupujejo, so deležni tako imenovanega moralnega tveganja, saj posojilojemalec z dobljenim denarjem kasneje ne naredi tistega, kar je obljubljal (Ribnikar, 1999, str. 149-150).

So pa nekateri znaki, ki lahko odkrivajo kakovost avtomobilov in zmanjšajo, vendar pa ne odpravijo tveganja pri nakupu. Kupec lahko za mnenje povpraša mehanika, ki ga mora plačati. Informacija torej ni zastoj (Tajnikar, 1993, str. 336).

Tudi kupci, investitorji se lahko zavarujejo pred možnostjo, da bi kupili »limone«, če kupijo informacijo, ki jim razkriva, katere finančne naložbe so podcenjene in v katere se spleča investirati. S tem pa tudi drugim udeležencem na trgu, ki za informacijo niso plačali, dajo vedeti, kaj se spleča kupiti. S svojim ravnanjem posredno omogočijo, da razliko v ceni zaslužijo tudi drugi ali pa, da se zaradi povečanega povpraševanja ta razlika zmanjša ali celo izgine (Maver, 2000, str. 4).

Investitorji, ki imajo privatno informacijo, lahko dosegajo nadpovprečne donose. Na razvitih trgih v tujini investitorji spremljajo investicijsko aktivnost investitorjev z notranjo informacijo in tudi kreditno aktivnost bank. Na tujih trgih namenjajo posebno pozornost trgovanju direktorjev in pomembnih uslužbencev z delnicami lastnega podjetja in trgovanju velikih delničarjev. Njihovo trgovanje lahko običajnemu investitorju omogoči dodatno informacijo. S spremljanjem investicijske aktivnosti investitorjev z notranjo informacijo se prek cen posreduje njihova privatna informacija. V ZDA državna komisija za vrednostne papirje in borze (Security and Exchange Commission, v nadaljevanju SEC) informacije o trgovanju investitorjev z notranjo informacijo posebej dokumentira. V Sloveniji transakcij investitorjev z notranjo informacijo ne spremljajo (Bole, 2001, str. 31-36).

¹ Ta pojav je opazil državnik Gresham pri sistemu vezane valute, in sicer dvojne valute. Država je namreč določila menjalno razmerje med zlatom in srebrom in ga ni več prepuščala trgu. Država je bila vselej pripravljena zamenjati en denar za drugega ali kovino za denar iz druge kovine. Vendar se je pojavila slabost: slabši denar je začel izpodrivati boljšega. V obtoku je bil navadno samo en denar, tisti ki je bil doma precenjen. Tisti denar, ki je bil doma precenjen, saj je država podpirala ugodnejše razmerje kot je bilo v tujini, postane slabši denar. ZDA so leta 1791 uvedle dvojno valuto in podpirale tečaj med zlatom in srebrom 1 : 15, v Franciji je bilo razmerje med zlatom in srebrom 1 : 15,5. V ZDA se je zbiralo srebro in v Franciji zlato vse dotlej, dokler ZDA leta 1834 niso spremenile tečaj v 1 : 16 (Ribnikar, 1999, str. 39-40).

1.2 Značaj in motivi investitorjev na finančnih trgih

Udeleženci na trgu različno sprejemajo informacije, saj so njihovi motivi, pričakovanja in značaji različni. Fischer in Froot (Maver, 2000, str. 4-6) jih glede na njihovo vedenje na trgu delita na tri skupine, dala pa sta jim značilna imena: klepetulje (angl. noise traders, liquidity traders), analitiki (angl. information traders, rational speculators) in trgovci (angl. market makers, technical traders).

1.2.1 Klepetulje

Klepetulje bi lahko imenovali tudi trgovce s hrupom. Hrup na finančnih trgih je množica drobnih dogodkov, ki lahko učinkujejo močnejše kot manj velikih. Hrup prinaša nemir, občutek, da trgovanje poteka na podlagi nekih informacij. Hrup povečuje likvidnost trgov, seli pa se tudi v cene. Zaradi hrupa nekaterih stvari ne slišimo, zamegljuje se tudi proces oblikovanja cen. V hrupu je mogoče slabo novico neopazno podtakniti; klepetulje ponavadi niti ne opazijo, da je verodostojnost njihove informacije vprašljiva. Klepetulje so prepričane v informacijo, ki jo imajo, in jo hočejo unovčiti še pred drugimi. Njihovo povpraševanje in ponudba sta neelastična. Njihova prisotnost na trgu se nemudoma odrazi v ceni, sprememba pa je tem bolj opazna, kolikor manj je trg likviden.

1.2.2 Analitiki

Analitiki so racionalni, raziskujejo in iščejo prave informacije. Klepetulje na dolgi rok izgubljajo denar in verodostojnost, analitiki pa ga pridobivajo. V pridobivanje informacij investirajo veliko denarja, naložba pa se jim povrne le v velikem portfelju, saj bi bil drugače strošek za informacijo na enoto prevelik. Velik portfelj pomeni tudi veliko tveganje, kajti analitiki ne vedo, ali je informacija prava. Zato ves čas niso povsem prepričani, ali so tudi sami klepetulje. Analitiki urejajo razmere na trgu in potiskajo cene k njihovim praviim vrednostim. Analitiki kupujejo, ko cene padajo, in prodajajo, ko se le - te višajo. Nihanja v cenah, ki nastanejo zaradi klepetulj, so zaradi analitikov manjša.

1.2.3 Trgovci

Trgovci so na trgu neprenehoma dejavni, njihova prisotnost pomirja trg, saj usklajujejo ponudbo in povpraševanje v določenem časovnem presledku. Likvidnost trga pomembno vpliva na stroške posredništva; ti so manjši, če so trgi bolj likvidni. Na manj likvidnih trgih so nihanja cen večja. Ker je na manj likvidnih trgih ponavadi manj trgovcev, so klepetulje bolj opazne, odmiki od prave vrednosti so večji in pogostejši.

1.3 Teorija majhnega sveta

Fizika Watts in Strogatz (Veselinovič, 2000, str. 18) sta na kratko opredelila teorijo majhnega sveta, kjer je za kontakt med n členi omrežja potrebnih k število korakov, če poznamo povprečno število obstoječih povezav med njimi (p).

Obrazec za naključni sistem se glasi:

$$k = \log n / \log p$$

Za Združene države Amerike sta avtorja za povprečnega Američana predpostavila 300 povezav z drugimi Američani. Ugotovimo, da je povprečno število korakov do povezave med naključnimi posamezniki 3,40. Z manjšanjem števila v števcu se manjša tudi povprečno potrebno število korakov do naključne povezave med ljudmi iz števca.

Na podlagi podatkov letošnjega aprilskega popisa je Slovenski statistični urad ugotovil, da je bilo konec marca 2002 v Sloveniji 1.948.250 prebivalcev, našteali pa so 688.733 gospodinjstev (Popit, 2002, str. 1).

Če predpostavimo, da ima povprečen Slovenec 300 različnih povezav z drugimi, potem je povprečno potrebno 2,54 koraka do povezave med naključno izbranimi ljudmi iz naše države. Prav vsakdo pozna nekoga, ki pozna nekoga, ki pozna kateregakoli od sodržavljanov.

$$k = \log n / \log p$$

$$n = 1.948.250 \text{ prebivalcev}$$

$$p = 300 \text{ povezav}$$

$$k = \log 1.948.250 / \log 300$$

$$k = 2,54$$

Če pa bi dali v števec samo število gospodinjstev, bi dobili še manjše povprečno število potrebnih korakov do povezav med naključno izbranimi Slovenci.

$$n = 688.733 \text{ gospodinjstev}$$

$$p = 300 \text{ povezav}$$

$$k = \log 688.733 / \log 300$$

$$k = 2,34$$

Število bi se gibalo okoli 2,34, kar pomeni, da v Sloveniji potrebujemo povprečno samo 2,34 koraka, da pridemo do povezave med dvema naključno izbranimi gospodinjstvom. Neko gospodinjstvo se znajde v povezavi z drugim v dveh in še nekaj korakih, na primer prek soseda, ki pozna soseda določenega gospodinjstva (Veselinovič, 2000, str. 18).

Če predvidevamo, da krogi borznih vlagateljev znašajo med pet in sedem tisoč fizičnih oseb, postane še bolj jasno, zakaj imajo prav informacije ali pa govorice tak vpliv na borzna dogajanja (Pust, 2001, str. 7).

Slovenski trg je tako majhen, da je že po definiciji insiderski, saj se med seboj poznajo skoraj vsi, ki se gibljejo v podobnih poslovnih krogih. Nekateri borzni posredniki so celo izjavili, da se trg z vrednostnimi papirji pri nas močno opira na notranje informacije (Jovanovič, 1997, str. 236).

Vendar pa Borak (Štajner, 2002, str. 4) opozarja, da je zloraba notranjih informacij povezana predvsem s človeškimi lastnostmi; insiderstvo poznajo povsod in ni povezano z velikostjo države.

Predstavljeno problematiko bi lahko opisala z izrekom Vergila: »Fama mobilitate viget viresque acquirit eundo, fama malum qua non aliud velocius ullum«, kar v slovenščini pomeni, da govorica živi tako, da se širi, in spotoma pridobiva moč ter da nobeno zlo ni hitrejše od govorice (Banič, 1990, str. 129).

1.4 Informacije in pričakovanja na finančnih trgih

Ceno finančne naložbe na finančnih trgih določa njen pričakovani denarni tok. Na oblikovanje cen zelo vplivajo tudi pričakovanja, psihološki dejavniki in včasih tudi evforija, ki je ni mogoče nadzorovati. Informacije niso popolne, nepristranske in poceni. Cene informacije pa niso poceni, zato jih vsi investitorji niso pripravljeni plačati. Tudi vedenje investitorjev ni vedno racionalno (Maver, 2000, str. 3).

Že Keynes (Maver, 2000, str. 3) je opozarjal na neracionalnost in pristranskost v obnašanju investitorjev na trgih, spremembe v pričakovanjih pa je primerjal z živalskimi nagoni, ki jih je težko pojasniti.

Nepopolna informiranost povzroča čredno vedenje, moralno tveganje in zmanjšuje zaupanje na finančnih trgih. Ker je vsako zbiranje informacij povezano s precejšnjimi stroški, se zdi ceneje slediti odločitvam tistih, ki veljajo za dobro informirane. Mnogi investitorji raje zaupajo instinktu skupine in mu sledijo ter se pridružijo čredi. Ko tem investitorjem sledijo še drugi, se čreda povečuje in privablja nove investitorje. V strokovni literaturi pojav imenujejo čredni nagon (angl. herding). Pojav pomaga razumeti razloge za pretirane spremembe cen,

nastanek mehurčkov ter nerealnih pričakovanj. Pričakovanja investorjev lahko v nekaterih okoliščinah, še posebno, če so se cene v preteklem obdobju opazno spremenile, pospešijo odmik cen od pravih vrednosti. V pričakovanju, da bo na primer ravnanje klepetulj v kratkem zelo povečalo cene, tudi analitiki začno v nasprotju s svojimi načeli kupovati, ko cene rastejo, in prodajati, ko cene padajo. S tem pa le vplivajo na to, da so odmiki cen še večji in se povečujejo vse dotlej, dokler mehurček ne poči. Položaj je še obvladljiv, dokler nekdo ne ugotovi, da je podoba na trgu utvara. Tedaj strah pred izgubami zbudi tudi druge. Sledi čredna odločitev, vsi začno na primer prodajati, nihče pa ni več pripravljen kupovati (Maver, 2000, str. 4-6).

Če ljudje kupujejo delnice, ker pričakujejo, da jim bo cena rasla, bo že sam nakup delnic dvigal ceno. Dvig cene vpliva na ljudi, da kupujejo vedno več in tako nadaljujejo ta nori ples. V primerjavi z ljudmi, ki igrajo karte ali mečejo kocko, je tu videti, kot da nihče ne izgublja tistega, kar pridobivajo drugi. Videti je, kot da vsi dobivajo in nihče ne izgublja. Veliki borzni zlom leta 1929 je bil klasični primer špekulativnega privida. Cene so se višale kot posledica sanj in želja, ne pa zato, ker bi dobički in dividende podjetjem naglo rasli. Trg bika se je prelevil v trg medveda. Cene so strmo padale. V trenutku, ko je depresija leta 1933 dosegla maksimum, je trg izgubil kar 85 % svoje vrednosti iz leta 1929 (Samuelson, Nordhaus, 2001, str. 532).

Največje evropske vlagateljske manije je opisal (Kocuvan, 2002, str. 22) Mackey. V poglavjih, v katerih opisuje finančne naložbe, nazorno pokaže, kako vpliva okolje na mnenje posameznika in kako nezanesljiv kazalec dejanskega stanja je, predvsem v času množičnih evforij. Pust (Pust, 2001, str. 7) pravi, da so na borzi, ki temelji predvsem na pričakovanjih glede prihodnosti in psihologiji množice, vrednostni papirji, včasih tudi povsem neodvisno od uspešnosti poslovanja podjetja vredni natanko toliko, kolikor je nekdo pripravljen plačati zanje.

Na primeru evforije s tulipani na Nizozemskem v 17. stoletju bom nazorno prikazala, kako je vrednost stvari lahko odvisna od subjektivnih okoliščin in mnenja drugih, zelo malo pa od stvari same. Na primeru tulipomanije in zloma na trgu tulipanov, ko je vsesplošna panika zajela trgovce in je bilo omajano zaupanje, bom prikazala, kako težko je znova povrniti zaupanje javnosti. Škodo povzročeno z izgubo zaupanja investorjev, je težko popraviti.

1.4.1 Tulipomanija

Tulipan² je bil zahodni Evropi predstavljen v sredini šestnajstega stoletja. Ta okrasna rastlina naj bi ime dobila zaradi posebne oblike cveta, ki je podoben turbanu. Conrad Gesner, ki ima upravičeno zaslugo za njegov sloves in ugled, pravi, da ga je prvič videl leta 1559 na vrtu v Augsburgu, ki je bil last učenega moža. Counsellor Herwart je bil znan po svoji zbirki redkih

² Tüllbend v turščini pomeni turban.

eksotičnih rastlin. Čebulico tulipana mu je poslal njegov prijatelj iz Constantinopla, sedanjega Carigrada, kjer je bil že dolgo priljubljen. Po tulipanih so povpraševali predvsem premožneži iz Nizozemske in Nemčije. Bogataši v Amsterdamu so čebulice kupovali v Carigradu in zanje plačevali izjemno visoko ceno. Tulipan je postal statusni simbol. Prvo sadiko so v Anglijo prinesli z Dunaja leta 1600. Ugled tulipana je rasel, saj je veljalo, da je znak dobrega okusa, ki ga mora imeti v svoji zbirki vsak bogataš. Trgovec v Harlaemu je bil znan po tem, da je plačal polovico svojega premoženja za eno čebulico. Tulipana ni imel namena prodajati naprej, temveč ga je imel v svojem rastlinjaku za občudovanje in kot dokaz svojega prefinjenega okusa. Pred letom 1633 so na Nizozemskem s čebulico trgovali profesionalni gojitelji in strokovnjaki, toda vztrajna rast cen je premamila veliko ljudi, da so začeli špekulirati na trgu tulipanov. Leta 1634 je mrzlično špekuliranje s tulipani doseglo vrhunec. Ljudje so se začeli vse bolj zavedati, kako donosna je lahko naložba v čebulice tulipana, ki jih je bilo mogoče gojiti na vsakem vrtu. Navdušenje med Nizozemci je bilo tolikšno, da je bila preostala industrija zapostavljena; vsi v državi, celo najrevnejši, so se lotili trgovanja s tulipani. Poleg trgovcev so se donosnega prekupčevanja lotili tudi plemiči, mornarji, kmetje, rudarji, dimnikarji, perice in služkinje. Rokodelci so v upanju na velik zaslužek prodajali svoje orodje, zemljiški gospodje so zastavljali cela posestva. Posebno cenjene so bile nekatere podvrste. Dragocena podvrsta tulipana, imenovana Semper Augustus³, je dosegla več kot preko 5.500 zlatnikov. Na Nizozemskem sta bili samo dve čebulici te vrste. V Amsterdamu je bilo za 4.600 zlatnikov, torej za eno čebulico brez vsake stvarne vrednosti, mogoče kupiti novo kočijo in dva konja z opremo vred. Tulipanske čebulice so kmalu nehali prodajati po kosih, začeli so jih tehtati. Uporabljali so natančne zlatarske tehtnice, kot da bi trgovali z dragim kamenjem. Sicer pa je bila marsikatera čebulica precej dražja od enako težkega bisera ali smaragda. Za eno samo čebulico tulipana vrste Viceroy je neki kupec odštel dva tovara pšenice, štiri tovore sena, štiri pitane vole, osem pitanih prašičev, dvanajst ovc, dva soda vina, štiri sode piva, dva soda masla, 450 kilogramov sira, rezljano zakonsko posteljo s posteljnino, novo moško obleko in srebrno čašo, blago torej v skupni vrednosti 2.500 zlatnikov. Povpraševanje po nekaterih redkih podvrstah tulipana je naraslo v letu 1636; čebulico so začeli prodajati na borzah v mestih Amsterdam, Rotterdam, itd. Špekulacije so postale očitne. Brokerji, ki so nenehno iskali nove špekulacije, so začeli na veliko poslovati s tulipani. Sprva, kot pri vseh špekulativnih manijah, je bilo zaupanje zelo veliko in vsakdo je igral ter služil. Prodajalci tulipanov so špekulirali in nihanje cen izkoristili za velike dobičke, saj so kupovali, ko so cene padle, in prodajali, ko so se cene zvišale. Mnogi posamezniki so na hitro obogateli. Cene realnega premoženja so padle, saj so ga prodajali, da so lahko vlagali v tulipane. Zasvojenost je zajela tudi tujce, ki so kupovali čebulice. Denar je pritekal na Nizozemsko, cene realnega premoženja pa so spet naraščale. Zaradi čedalje bolj intenzivnega, zapletenega in razširjenega trgovanja po vsej državi se je pojavila potreba po pravni ureditvi tega področja. Nekateri bolj razumni in raziudni posamezniki so ugotovili, da ta norost ne more trajati večno. Bogataši niso več kupovali čebulic, da bi jih razkazovali v svojih vrtovih,

³ Semper Augustus- pretežno beli cvet je imel več škrlatnih prog, ob stebelu pa so se prelivali nežno modri odtiski.

temveč da bi jih prodali naprej. Ko se je to prepričanje razširilo, so se znižale cene. Do zloma na trgu je prišlo v začetku leta 1637. Zaupanja je bilo konec in trgovce je zajela vsesplošna panika. Skoraj prek noči je prišlo do pada cen na trgu tulipanov. Dogovorjeni posli niso bili uresničeni in mnogi so izgubili vse premoženje. Marsikateri trgovec je ostal s polno trgovino čebulic, ki jih nihče ni hotel več kupiti, čeprav so jih ponujali za četrtno cene, ki so jo plačali sami. Ljudje so obtoževali drug drugega, tisti, ki jim je uspelo ustvariti dobiček, pa so ga skrili pred sosedi. Poskušali so povrniti zaupanje javnosti in obnoviti visoke cene tulipanov, vendar so vsi poskusi propadli. Ljudje so poskušali dolgove izterjati prek sodišč. Sodni postopki kršitev pogodb so grozili na vseh sodiščih po vsej deželi, vendar na Nizozemskem ni bilo nobenega sodišča, ki bi izterjalo plačilo. Sodniki so zavrnili vmešavanje v izterjavo dolgov, pridobljenih s špekulacijami s tulipani. Nikakršne sprejemljive rešitve za obe strani ni bilo. Kdor je ustvaril dobiček, ga je lahko obdržal, kdor pa je ostal s polno trgovino čebulic, jih je lahko obdržal. V obdobju tulipomanije je resnično obogatelo le nekaj srečnih posameznikov, vsi drugi pa so prišli na beraško palico. Tudi v Londonu in Parizu so prodajalci hoteli posnemati in ustvariti tulipomanijo, vendar so le deloma uspeli (Mackay, 1932, str. 89-97).

1.5 Javno razkritje poslovanja (angl. disclosure)

Javno razkritje poslovanja (angl. disclosure) je eden najbolj preprostih in znanih načinov goljufanja na trgu vrednostnih papirjev, ki je v vseh državah z razvitim finančnim sistemom prepovedan in strogo kaznovan. To je namreč prodaja vrednostnih papirjev ob nepopolnih in napačnih podatkih o poslovanju. Zakonske rešitve so predvsem stroge zakonske zahteve po razkritju poslovanja podjetja ob novih javnih izdajah vrednostnih papirjev in zahteve po sprotnih javnih informacijah o poslovanju podjetja (periodično in letno), če se želi podjetje uvrstiti na borzo. Vse te zakonske zahteve v ZDA izvaja in sankcionira SEC (Mramor, 1993, str. 124).

1.5.1 Trgovanje z notranjimi informacijami

Zaposleni in veliki delničarji delniške družbe imajo dostop do notranjih informacij o poslovanju, še preden te informacije postanejo javno dostopne. S prodajami in nakupi vrednostnih papirjev ali drugimi finančnimi transakcijami (npr. zadolževanje, opcije), ki jih izvedejo na podlagi teh notranjih informacij, zlahka odvzamejo del premoženja drugim udeležencem na trgu (Mramor, 1993, str. 124-125).

Mramor pravi, da se problem pojavi, ko tisti, ki je seznanjen z notranjo informacijo, le - to izkoristi in trguje na njeni podlagi. To mu daje prednost pred vsemi drugimi. Korist ima lahko tudi, če ima informacijo, ki bi, če bi postala javna, znižala vrednost delnice. V primeru si delnice lahko sposodi, jih proda in vrne tedaj, ko so cenejše (Čeh, 2002, str. 8).

Najemanje kredita v obliki vrednostnih papirjev podjetja (angl. short sale) pomeni, da si nekdo za določen čas sposodi vrednostni papir podjetja, ga na trgu proda, ob dospelju dolga vrednostni papir znova kupi in ga vrne. Seveda pa pri tem računa, da bo cena vrednostnega papirja na trgu padla in bo s to finančno transakcijo realiziral dobiček (Mramor, 1993, str. 125).

2 ZGODOVINA TRGOVANJA NA PODLAGI TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI

Za človeka je zelo značilna sebičnost, predvsem skrb za lastno korist in ignoriranje potreb drugih. Človek se želi ohraniti, do česar ima pravico. Thomas Hobbes (1588-1679) je znan po izreku, da je človek človeku volk. Zaradi te lastnosti so se rojevali in umirali politični sistemi, nastajale nove religije, zato je na svetu tudi večina kapitala v rokah manjšine. Ker se gibljemo na področju ekonomije, se je treba vprašati, kako je kapital prišel v roke manjšine. Zelo zanimivo je pogledati, kako deluje trg kapitala. Tu srečamo obče - človeško lastnost, ki jo lahko preprosto poimenujemo pohlep. Zgodovina trgovanja na podlagi notranjih informacij je dolga, pestra in bogata.

Trgovanje na podlagi notranjih informacij ni nekaj, kar se je pojavilo z razvojem finančnega trga. Izkoriščanje prednosti, kar v primeru zlorabe notranje informacije pomeni izkoriščanje informacijske prednosti, je verjetno naravna lastnost človeka (Špec, 1995, str. 43).

Prve zapise o okoriščanju na podlagi notranjih informacij najdemo že v 17. stoletju. Okoriščanje je znano veliko prej, verjetno že v antiki (izidi različnih bitk, za katere so nekateri vedeli prej in se okoristili s prodajanjem ali nakupovanjem določenega blaga) (Veselinovič, 2000, str. 16).

Večja nihanja tečajev je lahko povzročila že ena sama resnična ali neresnična informacija o izidu pomembnih bitk, političnih dogodkih, kot npr. smrti kralja ali pomembnega vojskovodje.

Novost na začetku 17. stoletja je pojav trga vrednostnih papirjev v Amsterdamu. Joseph de la Vega⁴ leta 1688 opisuje kavarne kjer se ljudje kratkočasijo, družijo, pijejo kavo in poslušajo novice. Kavarne so bile navadno v bližini borz, vanje pa so zahajali borzni posredniki, da so ljudem sporočali ceno vrednostnih papirjev. Moram poudariti dve bistveni značilnosti tega obdobja. Tedaj še ni bilo uradnih tečajev, ki bi omogočali pregled gibanja cen vrednostnega papirja. Tečaje vrednostnih papirjev so začeli uradno objavljati šele po letu 1747, medtem ko

⁴ Joseph de la Vega (1650-1692), trgovec, je leta 1688 v Amsterdamu izdal knjigo z naslovom: Confusión de confusiones, v kateri nakaže možne špekulacije na amsterdamski borzi.

je amsterdamska borza objavljala tečaje blaga že od leta 1585 naprej⁵. Navadni ljudje seveda niso smeli vstopiti v borzo, čeprav je bila le nekaj korakov oddaljena od omenjenih kavarn. Ljudje so bili odvisni od sporočil borznih posrednikov, ki pa so bile lahko tudi lažne. Temu bi lahko rekli borzna goljufija. Predstavnik Ludvika XIV. opisuje širjenje lažne novice o zavzetju Bantama na Javi leta 1687. Zaradi nje so delnice v Amsterdamu padle, kar pa so nekateri izkoristili. Baron Jouasso, izredno bogat Jud, ki je imel še z dvema drugima Judoma trgovanje z delnicami v svojih rokah, se je čez nekaj let bahal, da bi lahko »priigral⁶« sto tisoč zlatnikov v enem dnevu, če bi za smrt španskega kralja Karla II, ki je bil zelo bolan, zvedel pet ali šest ur prej, preden bi bilo to v Amsterdamu javno objavljeno (Braudel, 1989, str. 107-111).

Na isti borzi je leta 1814 pruski državljani De Berenger razširil lažno novico o Napoleonovi smrti ter povzročil naraščanje tečaja, kar je izrabil in s pomočnikom prodal državne obveznice. Storilci so bili obsojeni, dejanje pa je bilo označeno kot goljufija, naperjena proti celotni javnosti (Špec, 1996, str. 39).

Baje naj bi smetano zmage pri Waterlooju pobral židovski bankir Nathan Rotschild, ki je najhitreje zvedel za novico o zmagi Angležev; novico so mu prinesli golobi pismonoše (Braudel, 1989, str. 115).

Medtem ko je bilo ravnanje za takrat maloštevilno in bogato borzno občinstvo pač sestavni del igre, se je vrednotenje takšnega ravnanja z razvojem trgov kapitala in s tem povezanim čedalje večjim številom borznih udeležencev počasi spremenilo v neetično ravnanje, ki ga je treba kazensko sankcionirati. Poslovanje na podlagi notranjih informacij je po kazenskem zakoniku danes kaznivo v državah, kjer so največji svetovni finančni trgi. Pri presoji, koliko je posamezna država za preprečevanje tega prepovedanega ravnanja v resnici pripravljena storiti, je še posebej pomembna organizacija pregona (Špec, 1995, str. 43).

Za primer, kako uspešne so posamezne države pri pregonu, naj navedem le podatke, da je ZDA kot daleč najuspešnejša država glede zatiranja tega kaznivega dejanja v času od leta 1934 do 1982 (Horvat, 1995, str. 521) obravnavala zgolj 77 primerov trgovanja na podlagi notranjih informacij. Zadnja leta (Špec, 1996, str. 38) je ameriški SEC zaradi poslovanja na podlagi notranjih informacij sprožil povprečno od 30 do 40 postopkov na leto.

Med letoma 1698 in 1700 se je londonska borza preselila na slavno ulico Exchange alley. Do ustanovitve borze Stock exchange leta 1773 so bile kavarne na tej ulici središče špekulacij. Znani sta bili kavarni Garaway in Pri Jonathanu, ki sta bili shajališče posrednikov za delnice

⁵ V letu 1585 je bilo 339 objav, v letu 1686 pa 550 objav (Braudel, 1989, str. 110).

⁶ Danes na borzi delnice najboljših podjetij imenujejo »blue chips«, kar v slovenščini pomeni modri žeton. Beseda ima izvor v hazardni igri s kartami; modri žeton ima namreč pri pokru največjo vrednost (Ribnikar, 1999, str. 173).

in državne obveznice. Gledališka igra iz leta 1718 popelje gledalca v kavarno »Pri Jonathanu«, kjer nastopajo borzni posredniki, ki v kavarni sklepajo posle in se krepčajo s kavo in čajem⁷. Bogati judovski trgovec Medina je znamenitemu vojskovodji Marlboroughu⁸ plačal letno 6000 funtov šterlingov, da je prvi izvedel za izid bitk pri Ramilliesu in Oudenardu. Seveda je novico dobro izkoristil na londonski borzi. Potem ko je ogenj uničil četrt in kavarne na ulici Exchange alley, so leta 1773 zgradili novo poslopje za Royal Exchangom. Imenovati so ga hoteli New Jonathan' s, vendar so ga na koncu poimenovali Stock Exchange. Igra pa se je nadaljevala (Braudel, 1989, str. 114-119).

V Nemčiji je na možnost pridobitve premoženjske koristi zaradi trgovanja z notranjimi informacijami (Špec, 1996a, str. I) opozarjal bankir in kasnejši pruski finančni minister David Warneemann že leta 1837. Ugotovil je, da prihodnje gibanje tečaja delnice prvi opazijo upravitelji v železniških družbah in to izkoristijo pri trgovanju z delnicami.

Še pred letom 1909 se nihče ni javno spraševal o moralnosti poslovnežev, direktorjev in zaposlenih, ki so trgovali z delnicami lastnega podjetja. V raziskavi New York Timesa leta 1915 je 90 odstotkov intervjujanih poslovnežev priznalo, da redno trgujejo z delnicami lastnega podjetja (Manne, 1966, str. 2).

Prva obsodba na podlagi trgovanja z notranjimi informacijami v ZDA je bila izrečena že leta 1909⁹. Vrhovno sodišče je prepovedalo nakup vrednostnih papirjev družbe direktorju, ki si je pridobil informacijo, da bo vrednost delnice njegovega podjetja močno narasla; informacije pa predhodno seveda javnosti ni razkril. Eden najbolj razvpitih insiderskih primerov leta 1980 proti Michaelu Milkenu in Ivanu Boeskyju je navdihnil celo hollywoodski ustvarjalni duh s filmom Wall Street (Newkirk, Robertson, 1998). Mramor (Čeh, 2002, str. 9) pravi, da je moral Michael Milken za svoja kazniva dejanja plačati 700 milijonov dolarjev, obsojen pa je bil na deset let zapora.

⁷ Zgled dialoga (Braudel, 1989, str. 118):

PRVI JOBBER: Južno morje, za sedem osmin. Kdo kupi?

DRUGI JOBBER: Obveznice Južnega morja, zapadlost na svetega Mihaela 1718.

NATAKAR: Svežo kavo, gospodje, svežo kavo?

⁸ Marlborough John Churchill, slaven angleški vojskovodja. Njegove pomembne zmage so bile pri Blenheimu leta 1704, Ramilliesu leta 1706 in pri Oudenardu leta 1708.

⁹ Strong v. Repide, 213 U.S. 419, 431 (1909)

3 ARGUMENTI PROTI IN ZA ZAKONSKO UREDITEV TRGOVANJA Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI

3.1 Argumenti proti zakonski ureditvi trgovanja z notranjimi informacijami-ekonomski vidik

V ekonomski teoriji zasledimo tudi razloge, ki govorijo v prid trgovanju z notranjimi informacijami. Nekateri ekonomisti v nasprotju s pravniki menijo, da je lahko trgovanje z notranjimi informacijami družbeno tudi koristno in ima več pozitivnih posledic.

Leta 1966 je Manne¹⁰ izdal knjigo, v kateri prvi razlaga pozitivne posledice trgovanja z notranjimi informacijami.

Nekateri avtorji zagovarjajo mnenje, da insidersko trgovanje sploh ni kaznivo, ker ni žrtve, saj ne škoduje drugim udeležencem na trgu. Menijo, da tudi osebe, ki nimajo dostopa do notranjih informacij, lahko pridobijo koristi kljub trgovanju z njimi. Pravzaprav vsem udeležencem na trgu omogoča večje zaslužke, ki jih, če ne bi bilo možnosti uporabe notranjih informacij, sploh ne bi imeli. Zagovorniki insiderstva tudi navajajo, da naj bi dobički outsiderjev vedno presegli izgube. Insiderstvo naj bi motiviralo menedžerje; če tovrstno trgovanje ni prepovedano, je takšno delovno mesto atraktivno, pa tudi bonusov in jamstev jim ni treba izplačevati, zniža se jim lahko tudi plača. To zmanjšuje stroške poslovanja družbe, saj so ti dohodki obdavčljivi, dobiček iz trgovanja z notranjimi informacijami pa ne ali le prek dohodnine. Po drugi strani pa je insidersko trgovanje 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 (Grilc, 1994, str. 164-165).

Manne (1966, str. 77-135) meni, da je insiderstvo ekonomsko mazivo. Trgovanje na podlagi notranjih informacij zmanjšuje nihanja tečajev po objavi pomembnih informacij in je najprimernejši način nagrajevanja podjetnikov, saj jih motivira za uspešnejše delo. Podjetniki kompenzirajo nagrado, ki bi jim jo moralo dati podjetje, z dobičkom iz trgovanja na podlagi notranjih informacij. Klainguti (Špec, 1996, str. 58) Manneu očita, da ni pojasnil, zakaj bi insiderji morali imeti koristi, če gre za slabe novice.

Podobno v tem kontekstu razmišlja tudi generalni sekretar svetovnega združenja borz Gerrita de Oyensa (Veselinovič, 1995, str. 51), ki razlaga, da je trgovanje z notranjimi informacijami neetično in ga je treba preprečevati, po drugi strani pa je olje v stroju, ki se mu pravi borzni

¹⁰ Manne Henry G.: Insider Trading and the Stock Market. New York : The Free Press, 1966. 274 str. To je ena redkih knjig o trgovanju na podlagi notranjih informacij, ki jo je mogoče dobiti v slovenskih knjižnicah.

trg ter daje temu trgovanju nekaj čara. Ker je malo odkritih in kaznovanih primerov, so tisti, ki niso odkriti, lahko olje za ta stroj.

Groznik (2002, str. 60) meni, da je utemeljitev o večji motiviranosti menedžerjev pravilna, vendar nagrada ni odvisna izključno od truda, ki naj bi se nagrajeval, temveč tudi od začetnega premoženja menedžerja, ki naj bi ga nagradili.

Veselinovič (1995, str. 51) pravi, da nekateri zagovarjajo trgovanje na podlagi notranjih informacij; menijo, da je bil tisti, ki se je prej dokopal do informacije, pač bolj sposoben in mora biti zato nagrajen.

Razmišljanje Mannea razvija Wu (Špec, 1996, str. 61-62), ki pravi, da trgovanje na podlagi notranjih informacij povečuje učinkovitost kapitalskega trga in omogoča boljšo alokacijo kapitala. Takšen vpliv bi bil mogoč le, če bi trgovali z delnicami v velikem številu, oziroma da trgovanje insiderjev prepoznajo tudi drugi nepoučeni vlagatelji. Cilj vsakega insiderja pa je, da z delnicami trguje postopoma in v majhnem številu, ker se boji da ga bodo odkrili, hkrati pa ima na voljo omejeno količino sredstev. Učinkovitost trgov naj bi bila večja, saj naj bi se cene delnic gibale v smeri, ki bi jih delnice imele ob javni objavi vseh notranjih informacij. Insiderji namreč poznajo pravo vrednost delnice, v katere vlagajo, kar jim omogoča lažjo in boljšo odločitev za naložbe. Insiderji bodo z nakupi zaradi dobre novice ali s prodajami zaradi slabe tečaj približevali realnemu in ga hitreje vzpostavili. Tečaji delnic na borzi so najpomembnejši napotek vlagateljem, kam naj usmerijo svoje naložbe.

Učinkovitost na finančnem trgu pomeni, da se informacije hitro absorbirajo v ceni. Popolnoma učinkovit trg oziroma borza bi torej bila tista, kjer bi tečaji vrednostnih papirjev absorbirali vse informacije (Špec, 1996, str. 27).

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 za naložbe v delnice (Groznik, 2002, str. 60).

Razmišljanju omenjenih avtorjev se pridružuje tudi Harris (2000), ki meni, da trgovanje z notranjimi informacijami:

- povečuje učinkovitost trgov
- izvajanje prepovedi takšnega trgovanja je predrago
- lahko poveča likvidnost na trgu, saj se hitreje odpravijo asimetrije v informacijah

Kritiki zakonske ureditve tega področja (Groznik, 2002, str. 60) opozarjajo tudi na politične vidike takšne ureditve. Državne agencije naj bi s temeljitejšo ureditvijo tega področja pridobile večjo moč in družbeni ugled, predvsem v obliki večjega deleža proračunskih sredstev. V tem je gotovo nekaj resnice, a prave empirične podpore za takšno razmišljanje ni.

Strinjam se, da ima poslovanje na osnovi notranjih informacij tudi pozitivne strani, vendar pa to lahko dosežemo tudi na zakonit in bolj etičen način.

Najpomembnejše pozitivne učinke trgovanja z notranjimi informacijami, ki jih avtorji zagovarjajo, večjo učinkovitost trgov in boljšo alokacijo kapitala bi lahko dosegli tudi drugače. Podjetje bi moralo vse cenovno občutljive informacije takoj javno objaviti (Špec, 1996, str. 69).

3.2 Argumenti za nadzor in zakonsko ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij

Zagovorniki nadzora in zakonske ureditve najpogosteje razlagajo, da trgovanje na podlagi notranjih informacij (Groznič, 2002, str. 60-61):

- škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje
- škoduje tudi izdajateljem vrednostnih papirjev
- lahko označimo kot krajo pravic podjetja

3.2.1 Škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje

Če mali vlagatelji vidijo, kakšne dobičke zaradi pravočasne obveščenosti pridobivajo ljudje na pravih položajih, s čimer se ustvarja neenakopravnost med udeleženci, se bo zaupanje malih vlagateljev v borzo zmanjšalo (Špec, 1995, str. 43).

Škoda za preostale vlagatelje naj bi nastajala, ker naj bi vlagatelji brez notranjih informacij, ki trgujejo sočasno z insiderji, trgovali po napačnih cenah (Groznič, 2002, str. 61).

3.2.2 Škoduje izdajateljem vrednostnih papirjev

Menedžerji lahko zaradi želje po trgovanju odlašajo s projekti in obveščanjem nadrejenih, kar lahko negativno vpliva na poslovne načrte podjetja ali spodbudi sprejemanje zelo tveganih projektov. Z odločanjem za izjemno tvegane projekte lahko vlagatelji, ki trgujejo na podlagi notranjih informacij, s temi projekti zaslužijo, in sicer ne glede na uspešnost projekta. Če kaže na uspeh projekta, kupujejo, sicer prodajajo (Groznič, 2002, str. 61).

Trgovanje z delnicami podjetja, o katerem šele razmišljajo, da bi ga prevzeli, zvišuje končno prevzemno ceno.

3.2.2.1 Sovražni prevzem (angl. hostile takeover)

Veliki zaslužki pri trgovanju z notranjimi informacijami so povezani s sovražnimi prevzemi delniških družb. Pri trgovanju z notranjimi informacijami insider izve za namen družbe X, da bo na borzi poskušala pridobiti delnice družbe Y in jo prevzeti. Prevzem pomeni, da se družbi

združita in povečata skupno moč, kar posledično pomeni, da vrednost delnice družbe X po prevzemu naraste. Prevzem se pripravlja tajno, saj bi razkritje namena prevzema družbi Y omogočilo pravočasno obrambo z nakupom lastnih delnic. Trgovanje z notranjimi informacijami je prodaja informacije o nameravanem prevzemu družbe Y zainteresirani osebi. Zainteresirana oseba pred prevzemom družbe Y kupi delnice družbe X in jih po prevzemu proda z dobičkom (Grilc, 1994, str. 164).

Za poslovanje na podlagi notranjih informacij je bistveno vprašanje časa uporabe notranje informacije. Notranja informacija ima vrednost le, dokler ni javno razkrita. Nekatere zakonodaje skušajo poslovanje na podlagi notranjih informacij preprečiti s skrajšanjem časa, ki poteče od pojava dejstva do javnega razkritja notranje informacije o njem. S tem bi bilo insiderjem onemogočeno poslovanje na podlagi notranjih informacij, saj ne bi bilo časovne vrzeli, ki bi jim omogočila informacijsko prednost. Popolno razkritje informacij javnosti pa je lahko tudi v nasprotju z interesi podjetja in ima zanj lahko negativne posledice. Prehitro razkritje namere prevzema določene družbe bi za prevzemnika pomenilo višje stroške prevzema, saj bi tečaj delnic ciljnega podjetja zaradi povečanega povpraševanja narasel. Razkritje notranje informacije zaradi trgovanja insiderjev bi za podjetje pomenilo škodo v obliki višjih stroškov (Špec, 1996, str. 79-80).

Mramor pravi, da moramo pri prevzemih vedeti tudi to, da prevzemnik, ki želi imeti nadzor nad podjetjem, to tudi plača. Cena, ki običajno velja na trgu, velja za manjšinskega delničarja. Nadzor pa ima dodatno vrednost. Premija za nadzor v svetu v povprečju zvišuje ceno delnice za okrog 33 odstotkov, lahko pa tudi več, odvisno od posameznega primera. 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 tistih, ki te informacije nimajo (Čeh, 2002, str. 8-9).

Skoki tečajev privabijo zelo kratkoročne vlagatelje, ki so pri pravi ceni takoj pripravljeni na prodajo. Dolgoročni vlagatelji so bolj zvesti podjetju in delnic ne prodajo takoj. To pa lahko toliko zviša ceno vrednostnim papirjem, da si prevzemnik morda premisli (Jovanovski, 1999, str. 7).

3.2.2.2 Vpliv na strošek financiranja podjetja

Bhattacharya in Daouk (2002, str. 104) sta v svoji študiji ugotovila, da se v državah, ki so sprejele ustrezno zakonodajo o prepovedi insiderstva, povprečen strošek kapitala na kapitalskem trgu ne spremeni; šele prva obsodba trgovanja na podlagi notranjih informacij zniža povprečni strošek kapitala na kapitalskem trgu.

Tudi Mramor (Čeh, 2002, str. 9) pravi, da je v državah, kjer je že bila izrečena kazen, strošek kapitala, torej zahtevana donosnost delnic, nižja kot v državah, kjer tega še niso storili. Nižja

zato, ker so delnice manj tvegane, saj je manj verjetnosti za krajo. Tako je tudi strošek financiranja podjetij s tega vidika manjši.

Bhattacharya pravi, da znaša strošek, ki ga imajo podjetja na svetu zaradi nedovoljenega trgovanja na podlagi notranjih informacij, letno pet milijard dolarjev. Mramor meni, da je ta ocena zelo groba in gre verjetno za večjo vsoto (Čeh, 2002, str. 9).

Bhattacharya in Daouk (2002, str. 76) pravita: Če so insiderji nekaznovani in je velika verjetnost trgovanja na podlagi notranjih informacij se bodo trgovci na takem trgu zavarovali tako, da bodo zvišali prodajne cene in znižali nakupne; povečali bodo prodajno - nakupni razpon. To zvišuje transakcijske stroške pri trgovanju z vrednostnimi papirji in zviša stroške financiranja podjetja.

3.2.2.3 Insiderstvo zmanjšuje ugled podjetja

Podjetje, ki informacij ne objavlja skladno z zakoni in predpisi in dopušča možnost trgovanja z notranjimi informacijami, ne uživa ugleda pri investitorjih, predvsem zato, ker večina meni, da je insiderstvo nepravično (Bobnar, 2001, str. 12). Veselinovič (Ribič, 1999, str. 21-22) pravi, da tudi slaba informacija izboljša odnos z delničarji. Veliko menedžerjev ne razume, da je treba objaviti tudi slabo novico. Nekatera podjetja v Sloveniji še vedno vodijo konservativni ljudje, ki mislijo, da je treba slabe informacije prikrivati. Tudi slaba novica bistveno izboljša odnos do delničarjev, če je pravočasno objavljena in ustrezno razložena. Vodstvo si zaupanje do delničarjev ne pridobi samo v dobrem, temveč tudi v slabem.

Družbe s takim ravnanjem zmanjšujejo ugled v javnosti in se izpostavljajo tveganju denarnih kazni ali tožbam, ki bi jih zaradi povzročene škode lahko vložili investitorji (Klemenc, 2002, str. 9).

3.2.3 Kraja pravic podjetja

Informacije, ki nastajajo znotraj podjetja in jih vlagatelji lahko pomagajo »proizvesti«, a jim to »proizvodnjo« omogoča njihov položaj v podjetju, so »last« podjetja, zato je okoriščenje z njimi kaznivo (Groznič, 2002, str. 61).

4 PRAVNA UREDITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SVETU

4.1 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v ZDA

Prva država, ki je z zakonodajo začela urejati poslovanje na podlagi notranjih informacij, so bile ZDA, ki so po veliki gospodarski krizi in borznem zlomu (leta 1929) leta 1933 sprejele Zakon o vrednostnih papirjih (angl. Securities Act) in leta 1934 Zakon o trgu vrednostnih papirjev (angl. Securities Exchange Act of 1934). Člen 16b in posredno člen 10b Zakona o trgu vrednostnih papirjev sta še vedno temelja zakonskega urejanja tega področja (Newkirk, Robertson, 1998).

Namen obeh zakonov je varovanje vlagatelja z razkritjem vseh pomembnih informacij javnosti (Špec, 1996, str. 92).

Člen 10b prepoveduje borzne manipulacije in prevare; pod ta člen lahko uvrstimo tudi trgovanje z notranjimi informacijami. SEC je leta 1942 izdala predpis 10b-5¹¹ (Rule 10b-5), s katerim so sodišča kasneje sankcionirala poslovanje na podlagi notranjih informacij. Člen 16b prepoveduje kratkoročne dobičke (angl. short- swing profits¹²) v obdobju, krajšem kot šest mesecev, menedžerjem in pomembnim lastnikom z več kot 10 % delnic (Newkirk, Robertson, 1998).

Nekatere raziskave v tujini kažejo, da investitorji z notranjo informacijo izkoriščajo privatno informacijo v obdobju tudi do šest mesecev. Kot vidimo, tudi SEC onemogoča realizacijo kratkoročnih (do šest mesecev) kapitalskih dobičkov investitorjev z notranjo informacijo (Bole, 2001, str. 31).

Po členu 16a morajo vsi člani upravnega odbora, izvršni direktorji in delničarji z več kot 10 % delnic izpolniti in predati SEC posebno poročilo v vsakem mesecu, ko se spremeni njihovo število vrednostnih papirjev tega podjetja, poročilo pa mora biti javnosti dostopno (Manne, 1966, str. 236).

4.1.1 Predpis 10b-5 (angl. Rule 10b-5)

Leta 1942 se je SEC ukvarjala z zanimivim primerom. Direktor nekega podjetja je po nizki ceni nakupil delnice od delničarjev podjetja, tako da jim je napačno prikazal finančni položaj podjetja. Preiskovalci so presenečeni ugotovili, da tak primer ni urejen z zakonodajo. Do tedaj so goljufije pri prodaji vrednostnih papirjev presojali skladno s členom 17 Zakona o

¹¹Predpis 10b-5 pomeni peti predpis na temelju člena 10b.

¹²Špec (Špec, 1996, str. 94) je »short swing profit« v slovenščino prevedel kot dobiček dobljen z eno potezo.

vrednostnih papirjev iz leta 1933. Sicer učinkovito sredstvo za pregon goljufivih ravnanj pri prodaji vrednostnega papirja je v primeru nakupa vrednostnega papirja odpovedalo. Nov predpis 10b-5 je zapolnil pravno vrzel v zvezi s primerom goljufivega ravnanja prodaje in nakupa vrednostnega papirja. Za razliko od določbe člena 16, ki določa krog insiderjev, v določbi predpisa 10b-5 nikjer ne najdemo naziva insider. To si razlagamo tako, da velja prepoved za vse osebe. Primer Cady Roberts iz leta 1961 je prvi, ki je pojem insiderjev razširil, hkrati pa je tudi prvi primer, ko je bil predpis 10b-5 uporabljen za transakcije, ki so potekale na borzi (Špec, 1996, str. 102- 105).

Predstavniki borznoposredniške hiše Cady Roberts & Co., Cowdin je bil direktor podjetja Curtiss - Wright. Gintel je bil borzni posrednik, zaposlen pri borznoposredniški hiši Cady Roberts & Co. in je v času, ko je tečaj delnic podjetja zaradi predstavitve novega izdelka podjetja močno rasel, nakupil večje število delnic. Cowdin je Gintelu telefoniral in mu sporočil, da bo četrtletna dividenda za delnice podjetja Curtiss - Wright zmanjšana. Takoj nato je Gintel za različne račune prodal skupaj približno 7.000 delnic podjetja, in sicer še preden je bila novica znana javnosti (Manne, 1966, str. 206-213).

Sodišče je menilo, da dolžnost razkritja ni omejena samo na tri skupine klasičnih insiderjev; uslužbenec, direktorje, večinske delničarje. Do tega sodnega primera so sodišča uporabo predpisa omejevale samo na osebe, ki so sodili med klasične insiderje, obravnavane v členu 16 (Špec, 1996, str. 104-106).

Današnja pravna ureditev je izoblikovana predvsem na primerih, razrešenih na sodišču. Sodni primeri Cady Roberts, Chiarella¹³, Texas Gulph Sulphur, Carpenter, Dirks¹⁴ in drugi razširjajo

¹³ Leta 1980 je bila tožba proti Chiarelli, tiskarju, ki je med dokumenti, ki so mu prišli v roke, našel tudi objave ponudb za prevzem podjetij. Chiarelliju je uspelo pred končnim tiskanjem ugotoviti prava imena podjetij, ki so bila prikrita in bi mu bila poslana v noči tiskanja. Chiarella je nakupil delnice ciljnega podjetja in jih prodal takoj po javni objavi informacije. Chiarella ni bil v nobeni povezavi z delničarji ciljnih podjetij in ciljnim podjetjem, zato po mnenju sodišča ni mogel biti obsojen. S tem zakonom je nastala teorija nezakonite prisvojitve (angl. misappropriation theory) (Špec, 1996, str. 83).

Vsako trgovanje z nejavnimi informacijami, ki so bile pridobljene s krajo ali kršitvijo dolžnosti tajnosti nasprotujejo predpisu 10b- 5. Chiarella je pridobil informacijo tako, da si jo je nezakonito prisvojil. Tako pravno praznino so v tem primeru ugotovili tudi v SEC in na podlagi tega primera so leta 1987 izdali nov predpis 14e- 3, s katerim so naložili obveznost razkriti trgovanje ali se od njega vzdržati katerikoli osebi, ki pridobi nejavno informacijo o ponudbi, ki izhaja ali od ponudnika ali pa od naslovnika ponudbe (Grilc, 1994, str. 169-170).

¹⁴ Ameriška podjetja so organizirala sestanke strokovnjakov - analitikov in jih seznanjala z napovedmi, ki niso bile dostopne javnosti. Sprejetje novih predpisov glede selektivnega razkritja je v Ameriki spodbudil primer SEC proti Dirksu leta 1984, ki se je nanašalo na vprašanje odgovornosti prejemnika (angl tippee) in dajalca informacije (angl. tippeer). Dirks je bil finančni analitik, uslužbenec borzno posredniške hiše, in je od insiderja izvedel, da so naložbe družbe precejšnje. Upokojeni uslužbenec nekega sklada mu je razkril informacijo o domnevnih goljufijah v skladu, hkrati pa ga je prosil, naj zadevo razišče in razkrije v javnosti. V zvezi z domnevnimi goljufijami je imel Dirks pogovore z uslužbenci omenjenega sklada, pri tem pa je informacije razkril tudi svojim sogovornikom. Dirks je poskušal zgodbo objaviti v časopisu, vendar so mu objavo zavrnil. Dirks je nekaterim strankam predlagal, naj delnice prodajo. V dveh tednih, ko je Dirks raziskoval primer, je tečaj delnic padel skoraj za polovico. Zaradi prodaj je zadeva prišla v javnost. SEC ga je obtožil insiderstva, sodišče pa oprostilo, saj informacij ni izrabljal v svojo korist (Toplak, 2001, str. 5).

krog vlagateljev, ki jih je mogoče kaznovati. Po ameriški ureditvi se zgleduje večina držav v svetu (Groznič, 2002, str. 61).

4.1.2 Primer Texas Gulph Sulpher

Aprila leta 1965 je SEC podala tožbo proti podjetju Texas Gulph Sulphur Company (v nadaljevanju TGS) zaradi trgovanja na podlagi notranjih informacij. To je eden pomembnejših sodnih primerov trgovanja na podlagi notranjih informacij. Podjetje je bilo ustanovljeno leta 1916, do sredine 1950 je bilo največji pridelovalec žvepla na svetu. V sredini 1950 je bilo povpraševanje po žveplu majhno, konkurenca med podjetji na trgu žvepla pa velika. Leta 1963 je podjetje začelo izkopavanja na nekem zemljišču, kjer naj bi bilo nahajališče rude. Raziskava je pokazala, da vzorec vsebuje določene količine cinka in žvepla, zato je podjetje je pokupilo zemljišča v okolici. Marca 1964 so se v New Yorku in Washingtonu začele širiti govorice o odkritju rude. Cena delnice TGS je od novembra 1963 do sredine aprila 1964 narasla od 17 na 29 dolarjev. 12. aprila 1964 je podjetje v sporočilu za javnost govorice označilo za zavajajoče in prenašljive, štiri dni kasneje pa je TGS potrdilo veliko nahajališče rude. Obtoženi so bili insiderji podjetja TGS (direktorji, uslužbenci, odvetniki, geolog, inženir), ki so od 12. novembra 1963 do 16. aprila 1964 nakupili delnice, nakupne (angl. call) opcije¹⁵ na delnice podjetja TGS ali pa informacijo posredovali prijateljem (Manne, 1966, str. 39-46).

Primer je pred sodiščem načel vprašanje pomembnosti informacije. Vrhovno sodišče je upoštevalo učinek, ki bi ga informacija lahko imela na razumnega človeka. Strokovnjak za delnice rudarskih podjetij je dejal, »da je odkritje žile v taki globini pri prvi vrtini zelo pomembno«. Tudi druge priče so potrdile, da take ugotovitve povzročijo pomembne premike tečajev delnic. Sodišče je kot odločilno presodilo tudi ravnanje insiderjev, ki so nakupili veliko opcij na delnice. V primeru TGS so obtoženci svoje prikrivanje informacije o prvih rezultatih vrtanja zagovarjali z interesi podjetja, saj bi razkritje sicer zvišalo ceno zemljišč. Sodišče je ugotovilo: Če bi razkritje škodilo interesom podjetja, potem bi insiderji morali opustiti trgovanje z vrednostnimi papirji podjetja. (Špec, 1996, str. 115).

¹⁵ Opcija je prenosljiva pogodba, ki daje lastniku pravico, da kupi ali proda v pogodbi določen predmet na dogovorjeni dan ali prej po vnaprej določeni ceni. Med izvedene finančne oblike sodijo, ker je vrednost opsijske pogodbe odvisna od gibanja cene osnovnega instrumenta opcije. Osnovni instrument v našem primeru je delnica podjetja TGS. Opcija (Prohaska, 1999, str. 169) je prenosljiva pogodba, v kateri prodajalec (writer) v zameno za opsijsko premijo daje kupcu oz. imetniku (holder) pravico do nakupa ali prodaje določenega števila delnic v določenem obdobju (ameriška opcija) ali na določen dan (evropska opcija) po vnaprej določeni pogodbeni ceni. Nakupna (call) opcija je opcija, ki daje imetniku možnost, ta pa ni obveznost, da kupi določen osnovni instrument na določen dan ali v določenem obdobju po pogodbeno določeni, izvršilni ceni. Nasprotno pa prodajalec v zameno za premijo, ki jo dobi od kupca ob sklenitvi opsijske pogodbe, mora izpolniti svoj del pogodbe, če kupec tako zahteva. Kupec nakupne opcije pričakuje rast tečaja delnic, na katere se opcija glasi. Prodajna (put) opcija je tista, ki daje imetniku možnost, ki pa ni obveznost do prodaje določenega števila delnic v določenem obdobju ali na določen dan po vnaprej določeni ceni.

4.1.3 Primer Carpenter

Kolumnist časnika Wall Street Journal je trgoval na podlagi notranjih informacij. Za časnik je pisal posebno kolumno, v kateri je obravnaval podjetja, katerih delnice so kotirale na borzi. Kolumna je vplivala na odločitve vlagateljev tako, da je pozitivno pisanje o določenem podjetju pomenilo tudi povečano povpraševanje po delnici podjetja in zvišanje tečaja. Novinar je trgoval sam, informacije pa je posređoval tudi drugim; med njimi je bil tudi Carpenter (Špec, 1996a, str. V).

Vrhovno sodišče je moralo odločiti v primeru Carpenter, ko oseba ni bila v nikakršnem razmerju zaupanja z delničarji in izdajateljem, hkrati pa se informacija ni nanašala na ponudbo o prevzemu podjetja, kar ureja predpis 14e-3. V primeru Carpenter je vrhovno sodišče potrdilo tako imenovano teorijo nezakonite prisvojitve, kjer ni več pomembno, ali je bila oseba v razmerju zaupanja z delničarji ali podjetjem, temveč je za odgovornost neke osebe po predpisu 10b-5 potrebno, da je informacijo pridobila nezakonito (Špec, 1996, str. 111-112).

4.2 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v svetu

Bhattacharya in Daouk (2002, str. 80-104) sta v svoji študiji zajela 103 države z delujočim trgov vrednostnih papirjev, od tega 22 razvitih držav in 81 držav v razvoju. Leta 1966 je ustrezne zakone in predpise, ki urejajo trgovanje na podlagi notranjih informacij po ZDA, sprejela Kanada, leta 1967 pa kot prva evropska država Francija¹⁶. Na podlagi sprejete zakonodaje je ZDA prva podala ovadbo proti kršiteljem leta 1961, in sicer v primeru Cady Roberts. Med razvitimi državami je zakonodajo dokaj pozno sprejela Nemčija, in sicer leta 1994. V študijo je bila vključena tudi Slovenija, ki je zakonodajo sprejela leta 1994, prvo ovadbo proti kršiteljem pa je vložila leta 1998. Avtorja sta ugotovila, da so konec leta 1998 imele urejeno zakonodajo za področje trgovanja z notranjimi informacijami vse razvite države z borznimi trgi, pred letom 1990 pa le 55 odstotkov teh držav. Leta 1998 je imelo takšno zakonodajo 80 odstotkov držav v razvoju, pred letom 1990 pa le 39 odstotkov. Do konca leta 1998 je proti kršiteljem na področju trgovanja z notranjimi informacijami podalo ovadbe 82 odstotkov razvitih držav in le 25 odstotkov držav v razvoju. Avtorja sta ugotovila, da je konec leta 1998 od 103 držav imelo 87 držav zakonodajo za urejanje trgovanja na podlagi notranjih informacij, toda ovadbe proti kršiteljem je podalo le 38 držav. Pred letom 1990 pa je zakonodajo imelo 34 držav, dejansko pa jo je izvajalo le 9 držav (glej Tab. 1).

¹⁶ Tudi v Franciji so svojo zakonodajo za urejanje prometa z vrednostnimi papirji in poslovanje na podlagi notranjih informacij sprejeli v času, ko je imel pariški borzni indeks najnižjo vrednost v zadnjih petih letih, ko je upadal promet z delnicami, hkrati pa so borzo pretresali javni škandali (Špec, 1996, str. 41).

Tabela 1: Države, ki so pred letom 1990 dejansko izvajale zakonodajo na področju trgovanja z notranjimi informacijami in leto prve ovadbe proti kršiteljem

Država	Sprejetje zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij (leto)	Prva ovadba proti kršiteljem na področju trgovanja z notranjimi informacijami (leto)
ZDA	1934	1961
FRANCIJA	1967	1975
KANADA	1966	1976
SINGAPUR	1973	1978
BRAZILIJA	1976	1978
Združeno kraljestvo Velika Britanija in Severna Irska	1980	1981
JUŽNA KOREJA	1976	1988
TAJVAN	1988	1989
IZRAEL	1981	1989

Vir: Bhattacharya, Daouk, 2002, str. 80- 84.

Veselinovič (Pust, 2002, str. 25) pravi, da je pri odkrivanju insiderstva na razvitih trgih na tem področju znan količnik 1.000 : 100 : 10. Na razvitih trgih raziskujejo le deset odstotkov vseh vloženih prijav in le v enem odstotku je storilec kaznovan.

Bradly in Nejat (Horvat, 1995, str. 523) sta pri svojih raziskavah ugotovila, da na razvitih trgih vrednostnih papirjev, kjer je organiziran nadzor in je insiderstvo kaznivo že vrsto let, izdajatelj vrednostnega papirja izgubi v povprečju od 1 do 3 % vrednosti emisije zaradi zlorab notranjih informacij. Ugotovila sta tudi, da je povprečna škoda odvisna od obsega emisije; pri velikih znaša 1 do 1,5 %, pri manjših pa od 1 do 3% vrednosti emisije.

Empirične raziskave v tujini so pokazale, da je relativen obseg trgovanja investorjev z notranjo informacijo večji pri manjših podjetjih, čeprav sam obseg trgovanja narašča z velikostjo podjetja. Seyhun razlaga, da na ameriških trgih investitorji z notranjo informacijo letno v povprečju zamenjajo 2 odstotka vseh delnic v manjših podjetjih, v velikih pa le polovico tega. Način vodenja in še obvladljiv tok pomembnih informacij omogoča pri manjših podjetjih večjo informacijsko pristranskost investorjev kot pri velikih (Bole, 2001, str. 41).

Države sprejmejo ustrezne zakone in predpise, ki prepovedujejo trgovanje na podlagi notranjih informacij, bistveno pa je, ali se pregon nad kršitelji tudi dejansko izvaja.

Penko (2002, str. 17) pravi, da noben še tako popoln in natančen pravni predpis ne bo mogel preprečiti neetičnega ravnanja menedžerjev. Šele takrat, ko se bo menedžer zavedal etičnih in moralnih vrednot, kot so poštenje, odgovornost, nepristranskost, nesebičnost in skrb za družbeno enakost, se bo zmanjšalo okoriščanje nekaterih posameznikov na račun drugih udeležencev na trgu.

To pa je že tema, ki se loteva moralno - etične dimenzije človeka. Finančni trgi odpirajo vprašanje delovanje udeležencev na trgu. Gre za vprašanja etike in prava. Pravo zahteva pokorščino zakonu in se manifestira v objektivnosti človekovih dejanj in sankcijah, ki so zunanja dejanja fizične prisile. Stvar etike pa niso le zunanja dejanja, ampak tudi notranji nagibi. Bistvo človekovega etičnega dejanja je v njegovi subjektivni notranjosti, v človekovi volji ter njegovi razumni in svobodni odločitvi.

5 UREDITEV TRGOVANJA NA PODLAGI NOTRANJIH INFORMACIJ V SLOVENIJI

5.1 Pravna ureditev trgovanja na podlagi notranjih informacij v Sloveniji

V Sloveniji je poslovanje na podlagi notranjih informacij urejeno z dvema zakonoma, s Kazenskim zakonikom Republike Slovenije in Zakonom o trgu vrednostnih papirjev.

5.1.1 Kazenski zakonik RS

Kazenski zakonik Republike Slovenije (v nadaljevanju KZ RS) v 243. členu opredeljuje kaznivo dejanje zlorabe notranje informacije¹⁷, ki se kaznuje z zaporom do treh let. Pregon za to kaznivo dejanje zastara v petih letih.

Iz zakona izhaja, da morajo biti izpolnjeni naslednji pogoji:

- Storilec kaznivega dejanja po prvem odstavku tega člena je lahko le oseba, ki opravlja gospodarsko dejavnost in je dolžna varovati notranje informacije, ki so ji dostopne v zvezi z njenim delom ali položajem. Po drugem odstavku tega člena lahko stori kaznivo dejanje vsakdo.

¹⁷(1) Kdor v nasprotju s svojimi dolžnostmi varovanja notranjih informacij, ki so mu dostopne v zvezi z njegovim delom pri opravljanju gospodarske dejavnosti ali v zvezi z njegovim položajem, takšno informacijo, ki bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnih papirjev in javnosti še ni znana, sporoči nepoklicani osebi ali jo kako drugače izkoristi na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, se kaznuje z zaporom do treh let.

(2) Enako se kaznuje, kdor nepooblaščen pride do notranje informacije in jo uporabi ali kako drugače izkoristi na organiziranem trgu vrednostnih papirjev.

- Oseba mora tako informacijo v nasprotju s svojimi dolžnostmi varovanja notranjih informacij sporočiti nepoklicani osebi ali jo kako drugače izkoristiti na organiziranem trgu. Priti mora torej do zlorabe informacije.
- Informacija bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnih papirjev in javnosti še ni znana. Natančnejša opredelitev notranje informacije je v 275. členu Zakona o trgu vrednostnih papirjev.

Z Zakonom o spremembah in dopolnitvah KZ RS (Uradni list RS, št. 23/99) je bilo črtano besedilo »ter s tem povzroči fizični ali pravni osebi neenakopraven položaj«. Pri zlorabi notranje informacije pride do neenakopravnega položaja, vendar tega ni treba več dokazati, dovolj je že izdaja notranje informacije (Deisinger, 2002, str. 515).

V drugem odstavku tega člena je storilec tretja oseba, ki nepooblaščenno pridobi notranjo informacijo in jo hkrati uporabi ali izkoristi na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Storilec lahko pridobi notranjo informacijo neposredno, na primer z vlomom v računalniški sistem, s prisluškovanjem itd. Storilec je lahko tudi tisti, ki mu oseba iz prvega odstavka tega člena kot nepoklicani osebi sporoči notranjo informacijo. Vsakdo, ki ni pooblaščen za vpogled v notranje informacije, je nepoklicana oseba. Oseba, ki mu sporoči informacijo torej stori kaznivo dejanje po prvem odstavku tega člena; nepoklicana oseba, ki ji je notranja informacija sporočena in jo uporabi, stori kaznivo dejanje po drugem odstavku tega člena. Notranja informacija, ki jo storilec pridobi na protipraven način, mora imeti vse elemente notranje informacije iz prvega odstavka tega člena. Če je javnosti že znana ali če nepomembno vpliva na ceno vrednostnih papirjev, ne bo podano kaznivo dejanje. Kaznivo dejanje po drugem odstavku tega člena je bilo uvedeno z Zakonom o spremembah in dopolnitvah KZ RS (Uradni list RS, št. 23/99). Pred uvedbo je bilo takšno dejanje mogoče pravno opredeliti le kot neupravičeno pridobitev poslovne tajnosti v 241. členu KZ RS (Deisinger, 2002, str. 515).

V KZ RS za prenehanje statusa notranje informacije ni dovolj, da je le - ta dostopna javnosti, marveč mora biti informacija javnosti znana. Javnosti ni dostopna informacija, ki jo razkrijejo samo delničarjem podjetja, ali če bi jo objavili samo v tujih časnikih. Insider bo moral s trgovanjem počakati, da se javnost zave informacije in ne samo do trenutka, ko jo objavijo javna občila in postane dostopna javnosti. Insider bo lahko trgoval šele po preteku določenega časa, ko bo informacija postala javnosti znana (Špec, 1996, str. 120-188).

Vrhovno sodišče v ZDA je v enem od svojih prvih primerov odločilo, da informacija še ni bila javna, čeprav je preteklo osem minut, odkar je bila sporočena na novinarski konferenci. V ZDA imajo za posamezne informacije posebej določen čas, ki mora preteči po njeni objavi, ko se šteje, da je postala javna, na primer 48 ur po objavi določene novice v časopisu (Špec, 1995, str. 44).

Pogoj za kaznivo dejanje je omejitev na tiste vrednostne papirje, ki se kupujejo in prodajajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev. Organiziran trg vrednostnih papirjev je trg, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti, na katerem trgovanje poteka redno in je urejen in nadzorovan s strani pristojnih organov. Organizirana trga sta borzni in prosti trg (Deisinger, 2002, str. 514).

Velik problem je kako dokazati, da je oseba, ki je imela določene notranje informacije, le - te tudi posredovala tretji osebi, povezani z nakupom ali prodajo vrednostnega papirja. Dokazati posredovanje v kazenskem pravu pomeni imeti pisni, slikovni ali magnetofonski dokaz. Za dokazovanje posredovanja notranje informacije v Sloveniji ni mogoče uporabiti posebnih metod in sredstev (Nidorfer, Pinterič, 2002, str. 23).

5.1.2 Zakon o trgu vrednostnih papirjev

Zakon o trgu vrednostnih papirjev (Uradni list RS, št. 56/99) (v nadaljevanju ZTVP-1) prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij obravnava od 275. do 278. člena in varovanje zaupnih podatkov od 177. do 179. člena.

Dolžnost varovanja zaupnih podatkov vključuje tudi notranje informacije, kot ožje in bolj specifične informacije o določenem izdajatelju ali vrednostnem papirju (Harnik, 2001, str. 6).

V 275. členu ZTVP- 1 (Uradni list RS, št. 56/99) je notranja informacija opredeljena s štirimi zahtevami:

- natančnost informacije
- informacija se mora nanašati na enega ali več izdajateljev vrednostnih papirjev ali na enega ali več vrednostnih papirjev
- informacija še ni postala dostopna javnosti
- informacija, ki bi bila znana javnosti, bi verjetno imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnega papirja

Izpolnjene morajo biti vse štiri zahteve, da lahko notranjo informacijo označimo kot notranjo in prepovedano.

Natančnost informacije pomeni, da mora biti informacija, na podlagi katere je insider trgoval, dovolj tehtna, da lahko rečemo, da ga je spodbudila k trgovanju. O notranji informaciji ne moremo govoriti, če gre le za govorce ali oceno nekega dogodka. Nemški zakon o trgovanju z vrednostnimi papirji ne uporablja informacije, ampak zahteva poznavanje notranjega dejstva (Insidertatsache), avstrijski zakon pa uporablja pojem jasno določenega dejstva (bestimmte Tatsache) (Špec, 1996, str. 148).

Pomemben pogoj za notranjo informacijo je, da ne sme biti dostopna javnosti. V trenutku, ko notranja informacija postane dostopna javnosti, za insiderja preneha prepoved poslovanja z vrednostnimi papirji, na katere se je razkrita informacija nanašala (Jovanovič, 1997, str. 229).

Taka informacija, ki bi bila javnosti znana, bi verjetno pomembnejše vplivala na ceno vrednostnega papirja. Dobiček, ki ga dobi insider, je razlika med tečajem vrednostnega papirja pred razkritjem informacije javnosti, ko je insider informacijo uporabil, in tečaja vrednostnega papirja po razkritju informacije. Za notranjo informacijo je značilno, da lahko pomembno vpliva na tečaj določenega vrednostnega papirja, kar pa še ne pomeni, da bo vpliv dejansko spremenil tečaj vrednostnega papirja (Jovanovič, 1997, str. 229).

Osebe, ki so ji neposredno dostopne notranje informacije, so po tem zakonu imetniki kvalificiranega deleža pravne osebe, člani uprave, nadzornega sveta pravne osebe. Imetniki kvalificiranega deleža so fizične ali pravne osebe, ki so pomembnejši delničarji delniških družb.

V poglavju o prepovedi uporabe notranjih informacij je v 276. členu ZTVVP-1 zapisano, da ne sme nihče pridobiti vrednostnih papirjev ali z njimi razpolagati na podlagi notranjih informacij. Prav tako pa osebi, ki so ji neposredno dostopne notranje informacije, prepoveduje razkrivanje teh informacij tretjim osebam ali na njihovi podlagi priporočanje tretjim osebam pridobitve ali razpolaganja z vrednostnimi papirji. ZTVVP-1 v 379. členu določa denarne kazni, s katerimi se kaznuje prestop, opredeljen v 276. členu.

ZTVVP-1 v 277. členu uvaja obveznost poročanja o vsakem poslu z vrednostnimi papirji, ki je predmet poročanja, imetnikov kvalificiranega deleža pravne osebe ali pa članov uprave, nadzornega sveta Agenciji za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju ATVP), kot neposrednih imetnikov notranjih informacij.

V 278. členu ZTVVP-1 nadzor nad kršitvami prepovedi uporabe notranjih informacij opravlja ATVP. Če ATVP pri opravljanju nadzora ugotovi, da obstaja sum storjenega kaznivega dejanja, mora to naznaniti državnemu tožilcu.

ZTVVP-1 v 178. členu zapoveduje sestavo seznama vrednostnih papirjev in izdajateljev, o katerih je borznoposredniška družba pridobila zaupne podatke oziroma notranje informacije, ki bi lahko vplivale na ceno vrednostnega papirja, če bi postale javnosti znane.

KZ RS za zlorabo notranje informacije predvideva samo triletno zaporno kazen. Praktično bi to na Slovenskem lahko pomenilo, da se neki menedžer odloča o tem, ali bo v podjetju še nekaj let preživel ves dan in neutrudno delal ali pa poskusil obogateti z zlorabo notranjih informacij. Pri tem je jasno, da tiste, ki zlorabljujejo notranje informacije, redko odkrijejo; najhujša kazen za zlorabo je tri leta zapor. Res pa je tudi, da ima to dejanje tako negativno

kot pozitivno publiciteto. To pri ljudeh ustvarja mnenje, da ne gre za tako hudo kriminalno dejanje, kot je na primer preprodaja droge ali prostitucija.

5.2 Odkrivanje zlorab z notranjimi informacijami

Veselinovič (Pust, 2002, str. 25) pravi, da se v ZDA z insiderstvom ukvarja tudi Zvezni preiskovalni urad (v nadaljevanju FBI). Preiskovalci prisluškujejo telefonskim pogovorom in nastavljajo pasti. Če ni drugih pisnih dokazov, kriminalisti uporabijo tudi tovrstne dokaze.

V Sloveniji sta primere potencialnega trgovanja z notranjimi informacijami podali Ljubljanska borza in ATVP. Ljubljanska borza je tožilstvu prijavila 12 primerov okoriščanja z notranjimi informacijami, vendar nobeden od njih še ni razrešen (Nidorfer, Pinterič, 2002, str. 22).

Leta 2001 je Ljubljanska borza tožilstvu poslala pet ovadb, od vseh 12 poslanih prijav pa so že tri zastarele. Sum zlorabe notranjih informacij lahko prijavi vsakdo, ne samo Ljubljanska borza ali ATVP. Potencialnega insiderja lahko prijavi tudi naključni mimoidoči ali gost v restavraciji, če sliši pogovor morebitnih insiderjev (Smrekar, 2002, str. 2).

Nadzor na trgu vrednostnih papirjev je temelj za uspešno odkrivanje zlorab notranjih informacij.

Na borzi morebitne insiderje odkrivajo s spremljanjem trgovanja. Nadzornikom je tako sumljiv večji neobičajni promet z delnicami, pozorni pa so tudi na različne dogodke. Če neko podjetje objavi prevzem, nadzorniki pregledujejo posle z delnicami podjetja, ki naj bi ga prevzeli, pred uradno objavo. Pozorni so na nakupe direktorjev, članov uprave, nadzornih svetov pa tudi družinskih članov odgovornih oseb. Veselinovič meni, da borza pri opravljanju nadzora dobro opravlja svoje delo, kriminalisti in tožilci pa niso dovolj učinkoviti (Smrekar, 2002a, str. 2).

Slovenija nima niti enega specializiranega tožilca za področje insiderstva, Švedska pa jih ima na primer 12 (Smrekar, 2002a, str. 2). Mramor pravi, da bodo s pomočjo ameriške SEC letos pripravili izobraževanje za tožilce, policijo in druge strokovnjake, ki se ukvarjajo z insiderstvom (Čeh, 2002, str. 8).

Zelo nazorno je predstavljeno problematiko opisala Harnik (2001, str. 7) z latinskim izrekom: »Dant veniam carvis, vexant censura columbas«, kar v slovenščini pomeni, da prizanašajo krokarjem, hudo pa mučijo golobe.

Mramor pravi, da je treba spremljati gibanje cen v dnevih pred in takoj po objavi informacije. Če opazimo, 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 izraža. Kolikor večji je skok cene na dan, ko je informacija javno sporočena, tem manjša je verjetnost, da je šlo za trgovanje z notranjimi informacijami. Analiza, ki jo je opravil Bole, je pokazala, da je na dan objave v naših podjetjih skok cene značilen (Čeh, 2002, str. 8).

Če v podjetju objavijo, da se bo povečal delež dobička, izplačanega v obliki dividend, je to za trg signal, dobra novica, da podjetje pričakuje dobro poslovanje v prihodnosti. Tržna cena delnic se poveča, navadno nekaj dni pred javno objavo. Očitno nekateri investitorji trgujejo ob dobri novici in izkoriščajo svoj položaj, še preden je informacija dostopna javnosti. Podobno narastejo cene delnic nekaj dni pred javno objavo podjetja o povečanju dobička. Vseeno cene delnic znatno narastejo tudi na dan javne objave dobre novice (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 102-103).

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

5.3 Obveščanje javnih družb

Če podatki niso objavljeni ali so neustrezno objavljeni se verjetnost zlorabe notranjih informacij občutno poveča. Pri podjetjih je pomembno, katere informacije sporočajo javnosti, kdaj in kako ter kdo zanje izve prvi. Odnose z vlagatelji je mogoče načrtovati in komunikacijo med podjetji izboljšati tako, da vlagatelji dobijo tiste informacije, ki so zanje pomembne.

Temelj urejenega kapitalskega trga so informacije o izdajateljih vrednostnih papirjev, vprašanje pa je, kako informacije razširjati, da bi bile čim laže dosegljive vlagateljem in da ne bi bil nihče v prednostnem položaju (Petavs, 2001, str. 16).

5.3.1 Razlogi za uvedbo sistema elektronskega obveščanja SEOnet

Za malega vlagatelja je pomembno, da je poslovanje čim bolj javno, pošteno, pregledno in varno organizirano. Pomembno je seveda, da so vlagatelji dobro informirani in izobraženi. Če investitorji nikoli ne berejo obvestil o tem, kaj se dogaja s posameznimi podjetji, ki kotirajo na borzi, se kasneje ne smejo čuditi, zakaj tečaj nenadoma pada. »Bistvo tega posla so namreč informacije in kako te informacije krožijo« (Veselinovič, 1995, str. 49).

Za vsako zakonsko ustrezno objavo pomembnih informacij je bilo v preteklosti treba čakati na izid časopisa in v njem zagotoviti oglas, kar pa seveda ni bilo brezplačno. Ob navajanju razlogov, zakaj je v dnevnem časopisju relativno malo objav, so izdajatelji navajali visoko ceno. To jih je seveda sililo k minimiziranju števila javnih objav. Problemi pa so bili tudi pri

nujnih vnaprejšnjih rezervacijah oglasnega prostora. Pogosto je bilo treba objave napovedovati celo nekaj dni pred predvidenim terminom. To pa je pomenilo, da javna družba, tudi če bi hotela, sploh ni mogla izpolniti svoje zakonske obveznosti o takojšnji objavi cenovno občutljivih informacij. Marsikateri dogodek ali okoliščina, ki lahko močno vpliva na poslovanje javne družbe in posledično na tečaj njenih delnic, ni bil objavljen na predpisan način (Klemenc, 2002, str. 8-9).

Če se v podjetju v letu dni ni zgodilo nič posebnega, kot so na primer večja odstopanja od poslovanja ali zamenjava direktorja, je bilo treba v časopisu objaviti vsaj pet oglasov, povprečno število objav pa je bilo deset. Za učinkovito komuniciranje z delničarji pa bi morale biti objav še več. Podjetjem je bila glavna ovira cena, nadzorniki trga pa so včasih zaradi visokih stroškov upoštevali izgovor kakega izdajatelja, zakaj ni objavil informacije, če le - ta ni bila preveč pomembna. Ljubljanska borza je pripravila celovit sistem elektronskega obveščanja (SEO), katerega podlaga ni več tisk kot doslej, temveč spletna tehnologija. Sistem obveščanja vlagateljev prek spleta bo zmanjšal stroške obveznega obveščanja izdajateljev vrednostnih papirjev, hkrati pa jih bo prisilil k doslednejšim objavam cenovno občutljivih informacij. Če ne bo treba več plačati časopisnega oglasa, bo podjetje objavilo tudi več informacij. Časopisni oglasi so velik posel. Največ bo izgubil časnik Delo, ki objavi največ tovrstnih oglasov (Petavs, 2001, str. 16-17).

Menim, da bi bilo za razvoj finančnega trga koristno, če bi imeli vlagatelji isti vir informacij za vsa javna podjetja.

Od 15. januarja 2002 imajo javne družbe možnost izbire mesta objave. Svoja obvestila lahko objavijo v dnevniku, ki izhaja na celotnem območju Republike Slovenije, ali elektronski obliki na spletnih straneh borze (SEOnet), na spletnem naslovu <http://seonet.ljse.si>. O izbiri objave oziroma njegovi spremembi morajo javnost obvestiti (Lovka, Kitek-Ulaga, 2002, str. 10).

Pri snovanju sistema je borza upoštevala predvsem izkušnje londonske borze. Takšen sistem je lahko obvezen kot alternativni način obveščanja. Tako je tudi na londonski borzi. Izdajateljem pa ni mogoče prepovedati, da bi obveščali vlagatelje tudi prek drugih medijev. Arhiv bo povečal preglednost; doslej je bilo težko najti sporočilo podjetja medijem za nekaj let nazaj. Vlagatelji in borzni analitiki bodo dobili več informacij, saj podjetjem ne bo treba več plačati časopisnega oglasa, podjetja pa bodo lahko sporočala več podrobnosti. Izjemne poslovne uspehe bodo podjetja še vedno objavila na celostranskih časopisnih oglasih, kar pa je že stvar celotne podobe podjetja. Tako se namreč velika podjetja predstavljajo tudi v tujini. Pri nas pa si veliko malih podjetij, ki so zakonsko zavezana javno obveščati, takšne propagande ne morejo privoščiti (Petavs, 2001, str. 17).

V letu 2001 je borza zaradi zaščite interesov investitorjev 25-krat začasno zaustavila trgovanje z delnicami 13 izdajateljev v borzni kotaciji. V več kot polovici primerov so bile razlog v časopisih različno povzete izjave predstavnikov izdajateljev, kar povzroča negotovost na trgu vrednostnih papirjev in povečuje možnost trgovanja na podlagi notranjih informacij (Lovka, Kitek-Ulaga, 2002, str. 11).

Do 21. marca 2002 je sistem SEOnet uporabljalo 46 podjetij. Izdajatelji lahko zdaj izboljšajo svoj sistem obveščanja in zagotovijo enakomerno obveščenost investicijske javnosti o vseh pomembnih dogodkih (Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2001).

5.3.2 Prednosti, ki jih izdajateljem zagotavlja SEOnet v primerjavi z objavami v dnevnikih

Prednosti, ki jih izdajateljem zagotavlja SEOnet v primerjavi z objavami v dnevnikih, so (Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2001):

- cena
- neposreden in enostaven vnos sporočil za javnost
- informacije lahko posredujejo 24 ur na dan
- fleksibilnost pri določanju datuma in ure javne objave
- uredniška podpora borze
- varnost uporabe (uporabniški certifikat, elektronsko podpisovanje dokumentov)
- pregleden način hranjenja podatkov vseh sporočil za javnost posamezne javne družbe na enem mestu
- objave javnih družb na SEOnetu so z vidika izpolnjevanja zakonskih enako pomembne kot objave v dnevnem časopisju

5.3.3 Glavne prednosti SEOneta za investicijsko javnost

Glavne prednosti SEOneta za investicijsko javnost (Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2001) so:

- hitrejše informiranje vlagateljev o cenovno občutljivih informacijah (krajši čas od nastanka pomembnega poslovnega dogodka do javne objave)
- hiter in preprost dostop do informacij izdajateljev vrednostnih papirjev,
- brezplačen dostop do teh strani
- neomejen časovni dostop do informacij
- preprosto iskanje informacij
- informacije se hitro razpršijo v javnosti,
- arhiv javnih objav, ki omogočajo iskanje podatkov po različnih kriterijih, na primer izdajatelju, datumu, tipu objave
- možnost naročil na kratka sporočila SEOneta o vsaki javni objavi, ob koncu dneva pa uporabniki te storitve po elektronski pošti prejmejo še dnevni povzetek o dogajanju na borzi.

5.3.4 Različni tipi objav, ki jih najdemo na SEOnet

Različni tipi objav, ki jih najdemo na SEOnetu (Klemenc, 2002, str. 9) so:

- obvestila, ki so jih izdajatelji vrednostnih papirjev dolžni javno objaviti na podlagi zakonskih določb in Pravil borze: povzetki letnih in polletnih poročil o poslovanju in računovodski izkazi, informacije o vseh poslovnih dogodkih v zvezi s poslovanjem izdajatelja, ki bi lahko pomembneje vplivali na ceno vrednostnega papirja (zlasti skupščine delničarjev in izplačila dividend, izdaje novih vrednostnih papirjev, spremembe v lastniški sestavi, sklenitev pomembnih pogodb, pomembni pravni postopki, združitve družb itd.)
- obvestila borze in drugih institucij trga kapitala
- kratka sporočila o javnih objavah izdajateljev v drugih medijih

Informacije morajo biti pravočasne, resnične in čim bolj popolne. Če borzni posrednik niha med tem, katero od dveh približno enako dobrih in perspektivnih podjetij bo svetoval stranki v nakup, bo izbral tisto, o katerem več ve in za katero predvideva, da bo tudi v prihodnosti dobival več informacij o tem podjetju (Jovanovski, 1999, str. 7).

Najnovejše študije pa tudi kažejo, da sta pomembni kakovost, pravočasnost in ne količina informacij. Delničarji včasih dobivajo informacije, ki jih sploh ne zanimajo (poslovna poročila, v katerih prevladujejo formalne, v preteklost usmerjene vsebine) in v katerih ni dejstev, ki bi jih želeli izvedeti. Podjetja morajo dobivati povratne informacije s strani delničarjev (Kupljen Gabrijelčič, 2002, str. 23).

6 OKORIŠČANJE Z NOTRANJIMI INFORMACIJAMI IN SEDANJI FINANČNI ŠKANDALI V ZDA

6.1 Finančni škandali v ameriških javnih delniških družbah

Potem ko je energetski velikan Enron v začetku decembra lani razglasil stečaj, se škandali kar vrstijo. Še najmanj 1000 ameriških javnih delniških družb je prikrojevalo računovodske podatke in prikazovalo dobiček, čeprav so imele izgubo (Mramor, 2002, str. 9).

Plešnar (2002, str. 6) opozarja, da pokvarjenost korporacijske Amerike in okoriščanje z notranjimi informacijami ni odsev današnjih časov. Ob zlomu leta 1929 je Albert Wiggin zaslužil štiri milijone dolarjev, ker je pravočasno unovčil delnice banke Chase National. Bil je njen generalni direktor, za svoje dejanje pa mu ni bilo treba odgovarjati.

Cilj poslovanja podjetja je maksimiranje premoženja njegovih lastnikov. Premoženje lastnikov se maksimira takrat, ko se maksimira tržna vrednost enote lastniškega kapitala podjetja, na primer delnice (Mramor, 1997, str. 4).

Celo največji kritiki priznavajo, da je cilj poslovanja sodobne ameriške delniške družbe čim višja cena delnice. Lastniki kapitala večino dohodkov menedžerjev povezujejo z vrednostjo delnic; menedžerji, na primer, dobivajo del plače v delniških opcijah podjetja (Mramor, 2002, str. 9).

Po prevladujoči ameriški teoretični razlagi vrednost delnice določajo višina pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, njihova časovna razporeditev in tveganje, da dejanski denarni tokovi ne bodo enaki pričakovanim (Mramor, 1997, str. 52).

Mramor (2002, str. 9) pa ugotavlja, še posebej sedaj, ko se škandali v ZDA kar vrstijo, da so cene delnic, posebno »zrelih« delniških družb, pomembno odvisne od tekoče prikazanih dobičkov ali izgub. Ker menedžerji to vedo, poskušajo vsake četrta leta prikazovati čim višje dobičke in s tem doseči višjo ceno delnic, posredno pa povečanje svojega premoženja. Evropski menedžer pa je manj pripravljen sprejemati osebno tveganje in je pri poslovnih odločitvah bolj previden.

Kot ugotavlja svetovno znani makroekonomist Gordon (Mramor, 2002, str. 9), je med ZDA in Evropo pomembna razlika. Za Evropo ni najpomembnejša najvišja cena delnic, temveč dolgoročno preživetje podjetja. Podjetja se obnašajo skladno z načelom previdnosti: ko jim gre dobro, prikažejo nižje dobičke kot bi jih lahko, ostalo pa zadržijo kot rezervo za slabe čase.

Stalni senatni pododbor za preiskave, ki ga vodi demokrat Carl Levin, je objavil poročilo o izsledkih preiskave glede Enrona, ki je lani decembra s stečajem sprožil plaz odkritij finančnih škandalov v ameriških korporacijah. Neusmiljeni so do nadzornega odbora Enrona, ki si je po mnenju senatnih preiskovalcev zapiral oči pred dokazi o tem, da podjetje drvi v prepad zaradi poneverb s partnerskimi podjetji, ki so jih ustanavljali direktorji podjetja. Poročilo celo trdi, da so člani nadzornega odbora prejeli plačila za svetovanje oz. zato, da so zatiskali oči pred tem, kar se dogaja. Nujno je treba sprejeti zakonodajo, ki bo utrdila računovodski nadzor v podjetjih in ostro kaznovala kršitelje. Poročilo trdi, da nadzorni odbor ni opravil svojega dela in ni zavaroval interesov delničarjev ter da je celo prispeval k propadu Enrona. Nadzorni odbor sploh ni zastavljal nikakršnih vprašanj, ko so si direktorji podjetja delili ogromne dodatke. V letu, ko je Enron ustvaril za 950 milijonov dolarjev čistih prihodkov, so nekdanji predsednik in generalni direktor Kenneth Lay ter tovarišija razdelili kar 750 milijonov dolarjev. Večino tega so pobrali v delnicah Enrona, vendar so se hitro znašli in prišli do gotovine. Lay je, na primer, v letu dni potegnil iz podjetja 77 milijonov

dolarjev gotovine, kar je plačal z Enronovimi delnicami. Nadzorni odbor tega ni vedel ali pa ni želel vedeti (Agencija STA, 8.7.2002).

Tauzin¹⁸ (Agencija STA, 8.7.2002) predlaga, da je treba korporacijske kriminalce poslati v ječo, kajti le tako se bo povrnilo zaupanje vlagateljev na borzi. Dokler se svobodno gibajo z milijoni dolarjev v žepih, ki so jih odnesli iz podjetij, ki so šla v stečaj, ne bo zaupanja. Finančni škandali so se medtem preselili v politično areno. Osrednja tema razprav je bila kriza zaupanja v ameriški kapitalizem, ki se je po Enronu poglobila z WorldComom, Xeroxom, Global Crossingom in drugimi podjetji, ki so prirejale poslovne rezultate.

Daschle¹⁹ je predlagal zamenjavo direktorja SEC, Harveyja Pitta, ki je ob nastopu položaja razlagal, da je treba iz SEC-a narediti poslovnem bolj prijazno agencijo. "To je zadnje, kar zdaj potrebujemo," je dejal Daschle. Nekateri, kot je predsednik senatnega odbora za bančništvo Paul Sarbanes, pa niso prepričani, da bo kaznovanje odgovornih zadoščalo. Sarbanes ugotavlja, da je zdaj pozornost usmerjena v kaznovanje, potrebna pa je predvsem reforma sistema, ki bo onemogočila takšno početje (Bush and Big Business, 2002, str. 22-24).

Kritiki pravijo, da je zelo majhna možnost, da bi katerega od direktorjev spravili za zapahe. Najprej zato, ker so večinoma stopali le na robu dovoljenega, drugič pa zato, ker imajo na voljo dovolj denarja za dobre odvetnike (Agencija STA, 8.7.2002).

Podjetje **WorldCom** je od začetka leta 2001 in v prvem četrletju letošnjega leta knjižil izgubo kot dobiček in s tem razburkal finančne trge po vsem svetu. WorldCom je v svoji bilanci odkril za 3,8 milijarde dolarjev napačnih vknjižb. S pravilno vodenimi računovodskimi izkazi bi WorldCom v preteklem letu kot tudi v prvem četrletju letošnjega imel izgubo. S prirejenimi bilancami je v letu 2001 izkazal 1,4 milijarde dolarjev dobička, v letošnjem četrletju pa 130 milijonov dolarjev. Finančni odbor predstavnškega doma ameriškega kongresa je začel zasliševati odgovorne za enega od številnih finančnih škandalov ameriških korporacij, nekdanje direktorje telekomunikacijskega velikana WorldCom, ki pa niso bili pripravljeni sodelovati. Sedanje vodstvo podjetja je krivdo za škandal pripisalo revizorskemu podjetju Arthur Andersen, ki ni odkrilo zavajajočega knjiženja. V škandal, ki po **Enronu** dobiva pridevnik "največji", je znova vpleteno revizorsko podjetje Arthur Andersen, ki je bilo 15. junija spoznano za krivo oviranje preiskave z uničevanjem dokumentov glede revizij pri Enronu (Agencija REUTERS, 8.7.2002).

Finančni škandal podjetja WorldCom se pogloblja (Agencija STA, 9.8.2002), saj je notranja revizija v podjetju, ki je julija razglasilo največji stečaj v ameriški zgodovini, odkrila še dodatne 3,3 milijarde napihnenih lažnih prihodkov.

¹⁸ Republikanec Billy Tauzin, vodja Odbora za energijo in trgovino v predstavniskem domu

¹⁹ Vodja senatne večine demokrat Tom Daschle

Kritike letijo tudi na analitika z Wall Streeta Jacka Grubmana, ki je močno promoviral nakupe delnic WorldComa. Tisti, ki so mu verjeli, so danes praznih žepov, saj je delnica, ki je bila leta 1999 vredna več kot 60 dolarjev, sedaj brez vrednosti. Grubman se je opravičil in dejal, da ni mogel vedeti, da je podjetje ponarejalo poslovne uspehe. Podjetje **Reliant Resources** je zbrisalo 7,9 milijarde prihodkov v zadnjih treh letih, ki so jih ustvarili z neobstoječimi prodajami. Proizvajalec pisarniške opreme **Xerox** je junija sporočil, da bo popravil petletne poslovne rezultate; že aprila je plačal kazen zaradi zavajanja vlagateljev. Preiskava teče tudi proti podjetju, ki se ukvarja s trgovanjem z energijo **Dynegy**. To podjetje je bilo lani v pogajanjih za odkup Enrona, s čimer bi morda preprečili njegov stečaj, vendar pa so prav med pogajanja o prevzemu ugotovili dvomljiva partnerska podjetja, s katerimi je Enron prikrival izgube in napihoval dobiček. Dynegy je prav tako v preiskavi zaradi napihovanja prihodkov. Kabelski operater **Adelphia Communications**, ki je razglasilo stečaj, se je znašlo pod drobnogledom zaradi bogatega zalaganja ustanoviteljev podjetja družine Rigas z milijardami dolarjev posojil. Konglomerat **Tyco International** pa je pod preiskavo, ker so nekdanji direktorji kradli denar podjetja za nakup umetnin. Nekdanji predsednik podjetja Dennis Kozlowski je odstopil 3. junija, le dan kasneje pa so ga obtožili, da je utajil milijon dolarjev davkov od prekupčevanja z umetninami. FBI in SEC pa preiskujeta podjetje **Global Crossing**, ki naj bi prav tako napihovalo prihodke z dvomljivim računovodstvom. Podobnih primerov je še več, farmacevtsko podjetje **Merck** je priznalo, da je med prihodke prištelo 14 milijard dolarjev, ki jih niso nikoli videli (Agencija REUTERS, 8.7.2002).

Newyorški pravosodni minister Elliot Spitzer je borzni posredniški hiši Merrill Lynch naložil 100 milijonov dolarjev kazni, ker so njeni analitiki priporočali nakupe delnic, za katere so zasebno menili, da niso vredne počenega groša (The value of trust, 2002, str. 64).

Kolumnist New York Timesa Krugman (Another bad week for George Bush. What did he do?, 2002, str. 39) je ugotovil, da je bil Arthur Andersen revizor tudi v podjetju **Harken Energy**, v katerem je bil leta 1989 direktor sedanji predsednik ZDA George Bush. Harken je moral po ukazu SEC-a prav tako popraviti poročilo o prihodkih, ki so jih napačno knjižili, Bush pa je bil pod sumom kaznivega dejanja, ker je delnice Harkena prodal nekaj tednov prej, preden je moralo podjetje popraviti poročilo, kar je povzročilo padec cen delnic.

Tabela 2: Upad vrednosti delnic nekaterih ameriških podjetij od 1. 1. 2001 do 26. 6. 2002 in vzroki za upad

Podjetje	Upad vrednosti delnic v % Od 1.1.2001 do 26.6.2002	Vzroki in posledice
Enron	99,9	Prيرهjal računovodske izkaze, bankrotiral, menedžment odstopil
Global Crossing	99,7	Prيرهjal računovodske izkaze, bankrotiral
Adelphia Communications	99,1	Posojila direktorju, bankrot, direktor odstopil
WorldCom	93,8	Finančni direktor odpuščen zaradi knjigovodske goljufije v višini 3,8 milijarde dolarjev, bankrotiral
Dynegy	88,9	Preiskava računovodskih postopkov, menedžment odstopil
ImClone	79,4	Nekdanji direktor obtožen trgovanja z notranjimi informacijami
Tyco International	78,4	Direktor Dennis Kozlowski odstopil, obtožen davčne utaje

Vir: Another cowboy bites the dust, 2002, str. 61.

6.2 Podjetje ImClone Systems, Inc.

Primer sem izbrala iz ameriškega prava. Glavnega izvršnega direktorja Samuela D. Waksala lahko, žal z neslovensko besedo, označimo za insiderja, za osebo, ki je zaradi svojega položaja pridobila informacijsko prednost pred drugimi. Njegovo ravnanje lahko imenujemo trgovanje na podlagi notranjih informacij, saj je sam poskušal prodati delnice podjetja ImClone Systems, Inc. (v nadaljevanju ImClone) na podlagi informacije, s katero javnost še ni bila uradno seznanjena. Širše pa bi temu rekli poslovanje na podlagi notranjih informacij, saj je Waksal vedel, da bo cena delnic padla, o čemer je menda obvestil sorodnike in prijatelje. Po KZ RS je skupen izraz, ki označuje oba pojma in ravnanje direktorja v tem primeru, zloraba notranjih informacij. Za takšno ravnanje je v Sloveniji predvidena kazen do treh let zapora (Špec, 1995, str. 43).

Vendar pa, kot meni Špec (1996, str. 37), gre le za pojmovne razlike, saj v ameriški praksi povečini uporabljajo ožji izraz- trgovanje, s tem pojmom pa poimenujejo tudi širši krog dejanj okoriščenja z notranjimi informacijami.

Poslovanje na podlagi notranjih informacij je sestavljeno iz dveh delov (Špec, 1996, str. 37):

- dostopa do informacij, ki bi lahko vplivale na tečaj določenega vrednostnega papirja
- izkoriščanje takih informacij na borzi ali posredovanje drugim

Biotehnoško podjetje ImClone preiskujejo, ker ni pravilno obvestilo vlagateljev o tem, da je Zvezna uprava za hrano in zdravila (v nadaljevanju FDA) zavrnila izdajo dovoljenja za izdelavo in prodajo poskusnega zdravila proti raku - Erbitux. Nekdanji glavni izvršni direktor ImClona Samuel Waksal pa že sedi v zaporu, ker je tudi sam poskušal prodati svoje delnice, tik preden jim je padla cena. 12. junija 2002 je SEC podala obtožbo proti Waksalu, soustanovitelju in glavnemu izvršnemu direktorju ImClona zaradi trgovanja z notranjimi informacijami. 26. decembra 2001 je Waksal dobil zaupno informacijo, da FDA zdravila Erbitux, novega zdravila te družbe proti raku, ne bo odobrila. Isti večer in zgodaj zjutraj naslednjega dne je Waksal poklical nekatere družinske člane in jim sporočil slabo novico. Naslednjega dne, 27. decembra, so ti družinski člani takoj prodali delnice družbe ImClone v vrednosti 9 milijonov dolarjev; v naslednjih dveh dneh so prodali delnice v vrednosti več kot 10 milijonov dolarjev. V tem času je tudi Waksal sam poskušal prodati 79.797 delnic ImClona, vrednih skoraj 4,5 milijone dolarjev. Prodaja mu ni uspela samo zato, ker sta dva različna borzna posrednika zavrnila izvršitev naročila. Kot je bilo pričakovano, je FDA poslala pismo podjetju ImClone o svoji odločitvi, in sicer 28. decembra 2001 približno ob štirih popoldne. Okoli šestih popoldne istega dne je ImClone javno razkril odločitev FDA. Do 31. decembra je tečaj delnice padel skoraj za 16 % s 55,25 dolarjev na 46,46 dolarja na delnico. Zaradi prodaje delnic pred javnim razkritjem informacije so se družinski člani izognili nekaj milijonom dolarjev izgube (SEC v. Samuel D. Waksal. [URL: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17559.htm>], 12.6.2002).

Delnice podjetja ImClone so od decembra 2001 do junija 2002 padle za približno 80%. Zdravilo Erbitux je bilo njihovo edino upanje za proizvod, ki se bo dobro prodajal v bližnji prihodnosti. Leta 1984 sta biotehnoško podjetje ImClone ustanovila Sam in Harlan Waksal. Podjetje se je ukvarjalo z odkrivanjem novih zdravil. Leta 1991 je ImClone postal javno podjetje, katerega delnice se prodajajo na borzi. Leta 1993 je ImClone kupil pravico do molekule C225, ki jo je v začetku leta 1980 odkril dr. John Mandelsohn in njegovi kolegi na univerzi v Kaliforniji. Molekulo C225 so pozneje tržili pod imenom Erbitux. Marca 2000 je delnica podjetja ImClone dosegla najvišjo vrednost, in sicer 78,75 dolarja na delnico zaradi spodbudnih rezultatov glede začetnih poskusov glede zdravila Erbitux. 10. junija 2002 so bile delnice podjetja ImClone vredne le še 6,55 dolarja (Agencija REUTERS, 12.6.2002).

V škandal je vpletena tudi "prva ameriška gospodinja" Martha Stewart, ki je obogatela s televizijskimi oddajami za ameriške gospodinjice. Stewartova, dobra prijateljica Waksala, je prodala skoraj 4.000 delnic ImClona, 27. decembra lani, le dan pred tem, ko je zavrnitev FDA postala javna in so delnice ImClona krepko padle. Preiskovalci sumijo, da je Stewartova dobila notranje informacije, za katere bi smeli vedeti le vodilni v podjetju. Mediji so jo praktično že obsodili, svoje pa so opravili tudi zvezni preiskovalci. Njena kredibilnost je padla. Martha je sicer trdila, da je bila s svojim borznim agentom dogovorjena, da njene delnice proda takoj, ko jim cena pade pod 60 dolarjev, toda njen borzni posrednik Peter Bocanović, je zanikal, da bi se o čem takem dogovorila. Kongresni preiskovalci so zato od njenega borznega posrednika Petra Bacanovića zahtevali, da jim preda spisek telefonskih klicev lanskega decembra. Vodilna borznoposredniška hiša Merrill Lynch je Bacanovića v tem času poslala na dopust (Gasparino et al., 2002).

Delnice njenega imperija, Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. (v nadalj. MSO), so drastično padle. Najnižja vrednost delnice MSO je 27.6.2002 znašala 9,60 dolarja, 13.7.2001 je delnica dosegla vrednost 21,30 dolarja (Martha Stewart Living Omnimedia. [URL: <http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html?sym=mso&links=%23>], 11.7.2002).

Martha Stewart je dovolj slavna, da jo bodo vladni tožilci skušali uporabiti kot primer svoje učinkovitosti in dejstva, da se nikogar ne bojijo. Poznavalci ocenjujejo, da je Stewartova v resnih težavah, saj tožilci ne kažejo nobenega zanimanja, da bi se z njo dogovorili in ji v zameno za priznanje ter ovadbo koga drugega ponudili milejšo kazen. To so namreč ponudili Waksalu, če bi jim izdal Stewartovo; ker pa je ni hotel izdati, je bil obsojen na sedem let ječe. Kljub številnim odmevnim aretacijam v medijih mnogi menijo, da bodo le redki resnično zaprti (Agencija STA, 9.8.2002).

6.3 Kdo je insider?

Veselinovič (2000, str. 18) loči:

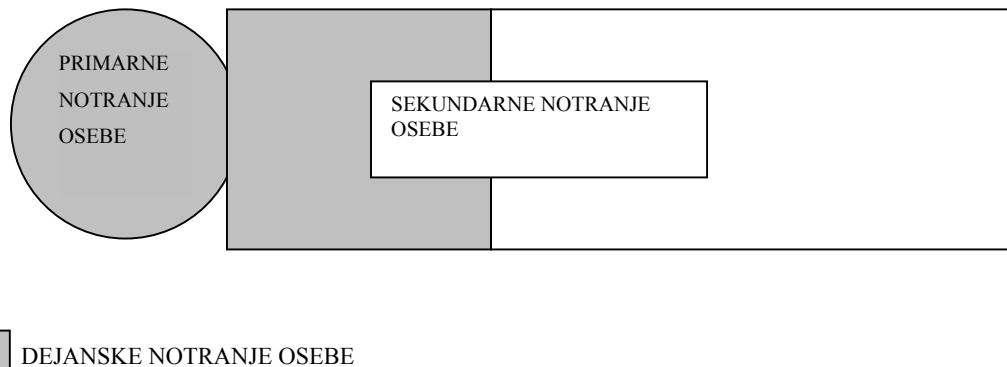
- primarne (izvorne) osebe ali osebe z notranjimi informacijami po definiciji
- potencialne (sekundarne ali naključne) osebe z notranjimi informacijami
- dejanske osebe z notranjimi informacijami

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

Waksal je tipična primarna oseba, saj je bil glavni izvršni direktor podjetja. Ko je Stewartovi posredoval novico, se je iz potencialne osebe spremenila v dejansko osebo z notranjimi

informacijami. Neetično in kaznivo dejanje pa se je zgodilo šele potem, ko je dejanska oseba, Martha Stewart, menda te informacije zlorabila in prodala delnice podjetja.

Slika 1: Množica oseb z notranjimi informacijami po definiciji (primarne notranje osebe), množica potencialnih oseb z notranjimi informacijami (sekundarne notranje osebe) in množica dejanskih oseb z notranjimi informacijami



Vir: Veselinovič, 2000, str. 18.

Veselinovič (Pust, 2002, str. 25) pravi, da je potencialnih insiderjev vedno veliko. Lahko je tajnica, snažilka, ki sliši pogovore, vidi dokumente. Insider je teoretično lahko (Smrekar, 2002a, str. 2) celo skladiščnik, ki med prvimi ve, ali gre prodaja nekemu podjetju dobro ali slabo. V literaturi se pogosto pojavlja tudi primer snažilke in taksista, ki povsem po naključju dobita notranje informacije. Zanimiv je avstralski primer, ko je bila insiderka snažilka, ki je vsak večer, ko je pospravljala direktorjevo pisarno, pregledala tudi njegove papirje. Odkrili so jo tako, da so ji nastavili past. Takšnih pasti v Sloveniji še ni mogoče nastavljaniti.

Mramor je ob obisku SEC-a v ZDA slišal zgodbo o nenormalno dragih stranišnih školjkah, ki jih je vojska naročila pri nekem podjetju. Ena stranišna školjka naj bi stala 5.000 dolarjev. Neki menedžer si je to notranjo informacijo zapisal na list papirja in ga pozneje vrgel v smeti, kjer ga je našla snažilka. Snažilka je informacijo zaupala svojemu možu, ki je nakupil delnice omenjenega podjetja, saj je sklepal, da bo imelo podjetje ob taki ceni stranišne školjke veliko dobička (Čeh, 2002, str. 9).

Priljubljen predmet razprave v komentarjih posameznih zakonodaj je predvsem primer taksista ki pri prevažanju strank iz njihovega pogovora razbere notranje informacije (Špec, 1996, str. 168-169).

Meja med privatno in notranjo informacijo je megljena, težko določljiva in še teže dokazljiva. Pri privatnih informacijah gre včasih le za lažji dostop do nekaterih podatkov, iz katerih lahko izpeljemo določene sklepe, izračune in analize. Tudi glavni dobavitelj podjetja je potencialni

insider. Dobavitelj lahko sklepa prihodnje možnosti za uspeh podjetja ob velikih spremembah naročila. To daje dobavitelju edinstveno obliko privatne informacije, vendarle ni nujno, da dobavitelja označimo kot insiderja (Bodie, Kane, Marcus, 1996, str. 102).

Direktiva Evropske unije 89/592/EEC, ki ureja trgovanje z notranjimi informacijami, deli insiderje na primarne in sekundarne. Primarni insiderji so vsi, ki pridobijo notranjo informacijo zaradi položaja ali poslovne povezave z določenim izdajateljem vrednostnega papirja. Evropska direktiva našteva primarne insiderje v 2. členu, sekundarne pa v 4. členu. Primarni insider je oseba, ki ima informacije, ker je član v upravi, nadzornem svetu, ima kapitalsko udeležbo pri izdajatelju vrednostnega papirja ali pa dostop do informacij zaradi poklica, zaposlitve ali dolžnosti. Sekundarni insiderji so tisti, ki pridejo do informacije v stiku s primarnim insiderjem ali se kako drugače dokopljejo do nje. Strožja prepoved velja za primarne insiderje (Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, 1989).

Po direktivi Evropske unije 89/592/EEC je Waksal primarni insider, Stewartova pa sekundarni. Obseg prepovedi ravnanj je odvisen od tega ali gre za primarnega ali pa sekundarnega insiderja.

Primarnim insiderjem (Juhart, 1994, str. 184) je po direktivi Evropske unije 89/592/EEC prepovedano:

- trgovanje (pridobivanje ali odtujevanje) z vrednostnim papirjem na lasten račun ali na račun osebe;
- odkrivanje insiderske informacije ne glede na učinkovanje na trgovanje s papirjem, brez ustrezne pravne podlage oziroma na način, ki investitorjem ne zagotavlja enakih pogojev;
- zastopanje in svetovanje; svetovanje je prepovedano neodvisno od tega, ali se kasneje na podlagi nasveta transakcija dejansko sploh opravi.

Sekundarnim insiderjem (Juhart, 1994, str. 184) je po direktivi Evropske unije 89/592/EEC prepovedano trgovanje s papirjem, na katerega se nanašajo informacije. Druge prepovedi niso obvezne, države članice pa se lahko same odločijo, ali bodo tudi za sekundarne insiderje razširile obseg prepovedanih ravnanj.

SKLEP

Zgodovina človeštva kaže, da se je treba vedno znova spraševati o tem ali človek sme narediti vse, kar zmore. To vprašanje si je treba postavljati na vseh ravneh človekovega delovanja: družbeno-politični, izobraževalni, medicinski itd., in seveda tudi na ekonomski ravni. Eden izmed razlogov, da ljudje trgujejo z notranjimi informacijami, je pohlep.

Trgovanje na osnovi notranjih informacij ima povečini negativne posledice. V ekonomski teoriji zasledimo tudi razloge, ki govorijo v prid trgovanju z notranjimi informacijami. Najpomembnejše učinke trgovanja z notranjimi informacijami, ki jih avtorji zagovarjajo, večjo učinkovitost trgov in boljšo alokacijo kapitala bi lahko dosegli tudi na zakonit in bolj etičen način. Najbolj idealen način bi bil, da bi vse informacije, ki bi lahko vplivale na ceno finančnih naložb, takoj javno objavili.

Največji negativni učinek trgovanja z notranjimi informacijami je, da škoduje vlagateljem in tako zmanjšuje njihovo zaupanje. Okoriščanje z notranjimi informacijami zmanjšuje zaupanje, je prepovedano, nemoralno in neetično. Škodo, ki je povzročena z izgubo zaupanja investitorjev, je težko popraviti.

Nadzor na trgu vrednostnih papirjev je temelj za uspešno odkrivanje zlorab notranjih informacij. Če podatki niso objavljeni oz. neustrezno objavljeni, se verjetnost zlorabe notranjih informacij občutno poveča. Pri tem ima najpomembnejšo vlogo uprava podjetja, ki lahko prepreči »curljanje« informacij. Družbe s takim ravnanjem zmanjšujejo ugled v javnosti, vnašajo nezaupanje na trg, zaradi povzročene škode pa lahko investitorji proti njim vložijo tožbe. Za razvoj finančnega trga bi bilo koristno, če bi imeli vlagatelji isti vir informacij za vsa javna podjetja. Ker je zelo težko dokazati, da so bili nakupi in prodaje opravljeni na podlagi notranjih informacij, ne pa povsem naključno, bi tudi pri nas morali dopustiti uporabo posebnih metod in sredstev, kot na primer prisluškovanje. Notranja informacija se širi med ljudmi od ust do ust, pisnih dokazov zanje ponavadi ni. Ker sta uporaba in posredovanje notranje informacije izredno težko dokazljivi, obsodbe pa so redke, bi morale biti kazni za tiste, ki so jih odkrili, večje in boljše medijsko podprte. Glede na morebitno škodo, ki jo povzroči zloraba notranje informacije, so pri nas kazni še vedno nerazumljivo nizke. Menim, da bi morali predpisano kazen povečati, denimo na deset let, saj KZ RS za zlorabo notranje informacije predvideva samo triletno zaporno kazen. Ker imajo mediji veliko moč, je treba dati večji poudarek objavi kršiteljev in razkritju sankcij proti njim. V ZDA je FBI pred kamerami vodila že več direktorjev v lisicah, kar se mi zdi dobro, saj deluje zastrašujoče na druge udeležence na trgu in preprečuje marsikatero zlorabo.

Trgovanje na podlagi notranjih informacij je dandanes v vseh državah z razvitim finančnim sistemom prepovedano in kaznivo. Kazni so sicer lahko najvišje na svetu, vendar so

neučinkovite, če je vsem jasno, da zločina ne bo mogoče dokazati. Država mora za pregon takšnega kaznivega dejanja storiti veliko več kot le sprejeti primerno zakonodajo. Pravo veljavo bo zakonodaja dobila šele, ko se bodo pregoni nad kršitelji dejansko izvajali. Države sicer sprejmejo ustrezne zakone in predpise, ki prepovedujejo trgovanje na podlagi notranjih informacij, vendar je bistven dejanski pregon nad kršitelji na podlagi sprejete zakonodaje.

Menim, da bi morali večjo pozornost in raziskave nameniti izvedenim finančnim oblikam, predvsem opcijam, saj je njihova vrednost odvisna od gibanja cene osnovnega instrumenta. Pri izvedenih finančnih instrumentih sta tveganje in donos veliko večja kot pri trgovanju z vrednostnimi papirji. Poznavanje notranjih informacij o določenem vrednostnem papirju, ki vpliva na ceno izvedenega finančnega instrumenta, omogoča veliko večje zaslužke. Kar zamislite si, koliko denarja bi si lahko Waksal nakopičil potem, ko je dobil slabo novico o podjetju in bi z njenim razkritjem v podjetju zavlačevali. Waksal bi kupil prodajne (put) opcije na delnice ImClona, saj bi na podlagi notranje informacije vedel, da bo cena delnice na trgu padla in jih bo lahko prodal po višji, dogovorjeni ceni in tako ustvaril dobiček.

Ločevati je treba tudi tehnično popolnost dejanja in etično kakovost tega dejanja. Na finančnih trgih je mogoče s tehnično popolnim dejanjem pridobiti veliko materialno korist, in sicer tako, da se izognemo zakonom in poiščemo zakonske možnosti, s katerimi zapolnimo pravno praznino. Človekova svoboda se kaže tudi v tem, da svobodno pridobiva premoženje, vendar pozablja na to, da se njegova svoboda neha tedaj, ko trči v svobodo drugega. To pa je že tema, ki odpira moralno – etično dimenzijo človeka in se manifestira v vsem njegovem delovanju. Kant, eden najpomembnejših filozofov morale in etike, je jasno opredelil kategoričnost moralnega imperativa. Na dejstvo moralnosti je sorazmerno lahko opozoriti tudi na področju ekonomije. Vsi se namreč zavedamo, da poleg najrazličnejših meril in norm s katerimi ocenjujemo delovanje in dejanja ljudi in njih same, uporabljamo tudi moralne kriterije. Osebnost imamo za strokovno bolj ali manj usposobljeno, njena dejanja so bolj ali manj strokovna, ocenjujemo pa tudi moralno stran teh dejanj, pri čemer ugotavljamo, ali je bilo prav, da je nekdo nekaj storil, ali ne. Ob vsakem dejanju se sprašujemo o več stvareh: ali je to koristno, je primerno, je skladno s stroko, se splača itd. Ob vsem tem pa ne moremo mimo najbolj kočljivega vprašanja: ali je to dejanje moralno dobro, se pravi, ali je prav, da je oseba nekaj storila, ali ne? Pri moralnem ocenjevanju dejanja ne moremo izključiti osebe, temveč jo moramo vključiti kot odločilni dejavnik. Moralnost kakega dejanja ni odvisna od objektivne ali abstraktne narave dejanja, temveč od subjektivnih vrlin osebe, ki je dejanja storila, konkretno rečeno do njenega namena. Kakovost človeške osebe je kakovost njene volje in njene svobode. To je kakovost, ki si jo človek določa sam. Moralnost je izključno osebnostna značilnost. Izraža človeka kot svobodnega, samega sebe določujočega bitja, kot odgovornega subjekta. Svoboda in moralna odgovornost pa se udejanjata v dejanjih. Še več. Kot svobodno bitje, ki se odloča o tem, kaj bo naredil in kaj bo opustil, je človek nenehno soočen z najrazličnejšimi možnostmi svojih dejanj, med katerimi mora izbirati. Pri tem izbira glede na najrazličnejše vrednote (ekonomske, zdravstvene, estetske, družbene).

Eden najbolj razvpitih insiderskih primerov v ZDA proti Michaelu Milkenu in Ivanu Boeskyju je navdihnil celo hollywoodski ustvarjalni duh s filmom Wall Street. Letos pa je pri nas svoj prvi roman z naslovom Borzne tigrice izdala Mirjana Ribič, ki temo črpa iz poslovnega sveta in med drugim opisuje prevare in pohlep na trgu kapitala.

Kljub vsem zakonskim prepovedim in nadzoru na finančnih trgih vedno znova prihaja do trgovanja na podlagi notranjih informacij. Na tem področju je gotovo veliko zanimivosti še za kakšno diplomsko delo.

LITERATURA

1. Banič Slavko et al.: Latinski pregovori, izreki in izrazi. Ljubljana : Državna založba Slovenije, 1990. 326 str.
2. Bhattacharya Utpal, Daouk Hazem: The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*, New York, 57(2002), 1, str. 75-108.
3. Bobnar Andreja: Poslovanje na podlagi notranjih informacij- insiderstvo. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 46 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. Tretja izdaja. Boston: Irwin/McGraw- Hill, 1996. 937 str., 110 pril.
5. Bole Velimir: Posredovanje informacije na organiziranem trgu; empirična analiza. *Gospodarska gibanja*, Ljubljana, 2001, 327, str. 23-64.
6. Braudel Fernand: Igre menjave: materialna civilizacija, ekonomija in kapitalizem, XV.-XVIII. stoletje. Ljubljana : Studia humanitatis, 1989. 503 str.
7. Čeh Silva: Nekateri so zelo obogateli. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 1.6.2002, str. 8-9.
8. Deisinger Mitja: Kazenski zakonik s komentarjem, posebni del. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 1103 str.
9. Gasparino Charles et al.: Martha Stewart Recruits More Legal Talent For ImClone Case. [URL: <http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html?sym=IMCL>], 3.7.2002.
10. 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, 20(1994), 2, str. 160-180.
11. Groznik Peter: Sodijo notranje informacije v zakon. *Gospodarski vestnik*, Ljubljana, 51(2002), 22, str. 60-62.
12. Harnik Snežana: Notranje informacije: skozi teorijo do prakse. *Pravna praksa*, Ljubljana, 20/517(2001), 28, str. 5-7.
13. Harris Larry: Trading and Exchanges. Insider Trading. Kelly School of Business, Indiana University. [URL: <http://www.kelley.in.edn/cholden/f335/112.ppt>], 2000.
14. Horvat Boštjan: Ugotavljanje in preprečevanje trgovanja z notranjimi informacijami. *Slovenska ekonomska revija*, Ljubljana, 46(1995), 5, str. 520-533.
15. Jovanovič Dušan: Pravna ureditev prepovedi insiderstva v Republiki Sloveniji. *Podjetje in delo*, Ljubljana, 23(1997), 2, str. 222-236.
16. Jovanovski Nataša: Informacije so cepivo. *Dnevnik*, Ljubljana, 20.3.1999, str. 7.
17. Juhart Miha: Trgovanje z notranjimi informacijami (insidertrading) po direktivi 89/592/EEC. *Podjetje in delo*, Ljubljana, 20(1994), 2, str. 181-184.
18. Klemenc Tomaž: Uspešen start SEOnet. *Bilten Ljubljanske borze*, Ljubljana, 12(2002), 21, str. 8-9.
19. Kocuvan Primož: Javno mnenje pod vplivom pohlepa posameznikov. *Finance*, Ljubljana, 9.4.2002, str. 22.

20. Kupljen Gabrijelčič Lidija: Odnosi z vlagatelji so pomembni. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 12(2002), 21, str. 22-23.
21. Lovka Tanja, Kitek-Ulaga Helena: Obveščanje javnih družb. Bilten Ljubljanske borze, Ljubljana, 12(2002), 21, str. 10-11.
22. Mackay Charles: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds. New York : Farrar, Straus and Giroux, 1932. 724 str.
23. Manne Henry G.: Insider Trading and the Stock Market. New York : The Free Press, 1966. 274 str.
24. Maver Senka: Vpliv informacij na delovanje finančnih trgov. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 1-2, str. 2-6.
25. Mramor Dušan: Nekatero najbolj pogoste prevare (goljufije) na trgu vrednostnih papirjev. Pravosodni bilten, Ljubljana, 14(1993), 1-2, str. 124-128.
26. Mramor Dušan: Poglavlja iz poslovnih financ. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1997. 125 str.
27. Mramor Dušan: Ustvarjalni Američani, previdni Evropejci. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 6.7.2002, str. 9.
28. Newkirk Thomas C., Robertson Melissa A.: Insider Trading- A U.S. Perspective. 16th International Symposiums on Economic Crime, Jesus College, Cambridge.
[URL: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>], 19.9.1998.
29. Nidorfer Matjaž, Pinterič Jan: Prihaja kriminal prihodnosti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 51(2002), 10, str. 22-23.
30. Penko Boštjan: Idealen čas za čezmerno bogatenje. Manager, Ljubljana, 2002, 9, str. 17.
31. Petavs Stane: Prikrivanja informacij bo konec. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 50(2001), 17, str. 16-17.
32. Plešnar Jože: Borzni nauk izpred 70 let. Finance, Ljubljana, 11.7.2002, str. 6.
33. Popit Ilja: Hiš več, ljudi v njih pa manj. Delo, Ljubljana, 15.6.2002, str. 1.
34. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
35. Pust Borut: Informacije in teorija kaosa. Dnevnik, Ljubljana, 7.2.2001, str. 7.
36. Pust Borut: Leto prevzemov. Dnevnik, Ljubljana, 9.3.2002, str. 25.
37. Ribič Mirjana: Majhen, trden most kapitalskih povezav: Draško Veselinovič »star« 10 let. Manager, Ljubljana, 1999, 11, str. 17-22.
38. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I (denar, finančne institucije in denarna politika). Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
39. Samuelson Paul A., Nordhaus William D.: Economics. Sedemnajsta izdaja. Boston : McGraw- Hill, 2001. 792 str.
40. Smrekar Tanja: Vrste insiderjev pred vrati ATVP. Finance, Ljubljana, 20.2.2002, str. 2.
41. Smrekar Tanja: Vedno več prevzemov, vedno več insiderjev. Finance, Ljubljana, 20.2.2002a, str. 2.
42. Špec Boštjan: Zlorabljene notranje informacije. Manager, Ljubljana, 1995, 6-7, str. 43-45.

43. Špec Boštjan: Poslovanje na podlagi notranjih informacij. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1996. 219 str.
44. Špec Boštjan: Nemška pravna ureditev poslovanja na podlagi notranjih informacij. Pravna praksa- Priloga, Ljubljana, 1996a, 5, str. I-V.
45. Štajner Matjaž: Insajderstvo ni povezano z velikostjo. Finance, Ljubljana, 31.7.2002, str. 4.
46. Tajnikar Maks: Mikroekonomija s poglavji iz teorije cen. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1993. 458 str.
47. Toplak Simona: Evropa zastruje pravila. Finance, Ljubljana, 25.9.2001, str. 5.
48. Veselinovič Draško: Informacija je gibalno tega trga. Manager, Ljubljana, 1995, 6-7, str. 48-51.
49. Veselinovič Draško: Problematika trgovanja z notranjimi informacijami. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 6, str. 15-21.

VIRI

1. Agencija REUTERS: Chronology- The rise and fall of ImClone Systems. New York, 12.6.2002.
2. Agencija REUTERS: Financial scandals. Factbox- Merck accounting latest under investor scrutiny. New York, 8.7.2002.
3. Agencija STA: Senatni odbor objavil poročilo o Enronu, 8.7.2002.
4. Agencija STA: Pri WorldComu odkrili dodatne 3.3 milijarde napihnjenih dohodkov, 9.8.2002.
5. Another bad week for George Bush. What did he do? The Economist, London, 20.-26.7.2002, str. 39.
6. Another cowboy bites the dust. The Economist, London, 29.6.-5.7.2002, str. 61-62.
7. Bush and Big Business. The unlikely scourge. The Economist, London, 13.-19.7.2002, str. 22-24.
8. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing. Bruselj: Official Journal L334.
[URL: http://europa.eu.int/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexapi!prod!CELEXnumdoc&lg=EN&numdoc=31989L0592&model=guichett], 18.11.1989.
9. Letno poročilo Ljubljanske borze za leto 2001. Ljubljanska borza vrednostnih papirjev, d.d., Ljubljana. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/BorzInf/Publikac/ljse_2001_slo.pdf], 18.6.2002.
10. Martha Stewart Living Omnimedia. Market information, New York Stock Exchange.
[URL: <http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html?sym=mso&links=%23>], 11.7.2002.

11. SEC v. Samuel D. Waksal. Complaint.
[URL: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17559.htm>], 12.6.2002.
12. The value of trust. The Economist, London, 8.-14.6.2002, str. 63-66.
13. Zakon o spremembah in dopolnitvah kazenskega zakonika Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 23/99).
14. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 56/99).

PRILOGA

SLOVAR

call option- nakupna opcija

disclosure- razkritje

Federal Bureau of Investigation (FBI)- Zvezni preiskovalni urad

free rider- padalec, prosti strelec

herding- čredni nagon

holder- kupec oz. imetnik opcije

hostile takeover- sovražni prevzem

information traders, rational speculators- analitiki

inside information- notranja informacija

insider- notranja oseba, insajder

insider dealing- poslovanje z notranjimi informacijami

insider trading- trgovanje z notranjimi informacijami

market makers, technical traders- trgovci

misappropriation theory- teorija nezakonite prisvojitve

noise traders, liquidity traders- klepetulje

price sensitive information- cenovno občutljiva informacija

put option- prodajna opcija

rule 10b-5- predpis 10b-5

Section- člen

Securities Act- Zakon o vrednostnih papirjih

Securities and Exchange Act (SEA)- Zakon o trgu vrednostnih papirjih

Security and Exchange Commission (SEC)- Komisija za vrednostne papirje in borze

short sale- najemanje kredita v obliki vrednostnih papirjev

short swing profit- dobiček dobljen z eno potezo, kratkoročni dobiček v obdobju krajšem od šestih mesecev

The United States Food and Drug Administration (FDA)- Zvezna uprava za hrano in zdravila

tippee- prejemnik

tippeer- dajalec

writer- prodajalec opcije