

**V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

Karmen Lugarič

Mentor: izr. prof. ddr. Neven Borak
Somentorica: asist. dr. Barbara Rajgelj

**VARSTVO INVESTITORJEV NA TRGU VREDNOSTNIH
PAPIRJEV**

Diplomsko delo

LJUBLJANA, 2006

KAZALO

1. UVOD	2
2. KONCEPTUALNA IZHODIŠČA	4
2.1 FINANČNI TRG KOT ŠIRŠI KONTEKST TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	4
2.1.1 Neposredni in posredni način prenosa finančnih prihrankov	6
2.1.2 Finančni instrumenti	6
2.1.3 Delitev finančnega trga	7
2.2 DELNIŠKA DRUŽBA	15
2.2.1 Delnica kot lastniški vrednostni papir	18
2.3 MALI INVESTITOR	20
2.3.1 Opredelitev malega investitorja	20
2.3.2 Lastniška struktura nekaterih slovenskih podjetij	20
3. PRAVNO VARSTVO INVESTITORJEV NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV	21
3.1 Zakoni, ki varujejo investitorje na trgu vrednostnih papirjev	21
3.1.2 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV	22
3.1.2.1 Prepoved tržne manipulacije	23
3.1.2.1.1 Mehanizmi ZTVP-1 za preprečevanje tržne manipulacije	33
3.1.2.2 Prepoved uporabe notranjih informacij	34
3.1.2.2.1 Mehanizmi ZTVP-1 za preprečevanje poslovanja na podlagi notranjih informacij	40
3.1.2.3 Dolžnost poročanja javnih družb	42
3.1.3 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO KAZENSKEM ZAKONIKU	44
3.1.3.1 Preslepitev pri poslovanju z vrednostnimi papirji	44
3.1.3.2 Zloraba notranje informacije	46
3.1.4 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O GOSPODARSKIH DRUŽBAH	49
3.1.4.1 Poslovna skrivnost	49
3.1.4.2 Iztisnitev (izključitev) manjšinskih delničarjev oziroma malih investitorjev (»Squeeze-out«)	50
3.1.4.2.2 Vključitev z večinskim sklepom	54
3.1.4.3 Izstop manjšinskih delničarjev iz družbe	56
3.1.5 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O PREVZEMIH	57
3.1.5.1 Obvezna ponudba za odkup (»mandatory bid«)	58
4. ZAUPANJE IN DELOVANJE TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV	60
5. SKLEP	62
6. LITERATURA IN VIRI	65

1. UVOD

Z razvojem trgovine so nastale prve delniške družbe, z njimi pa postopoma tudi prva upravičenja manjših delničarjev. Na začetku so bila to le premoženjska upravičenja (pravica do dividende), Francija pa je kot prva demokratizirala odnose v delniški družbi. Francoska revolucija je postopoma prinesla udeležencem delniške družbe enake pravice, kot so jih imeli do takrat le najmočnejši zasebni udeleženci, še prej, pa od kralja dosmrtno imenovane osebe, in sicer članske pravice. To so bile formalna enakost delničarjev, volilnost organov družbe, uveljavljanje skupščine delničarjev, torej pravice, ki jih poznamo še danes in ki so skupaj s premoženjskimi upravičenji temelj ureditve moderne delniške družbe. Borza, ki ravno tako obstaja že nekaj stoletij in na kateri se je trgovalo s poljščinami, zlatom in vrednostnimi papirji, je bila prvotno namenjena le bogatim meščanom. Zaradi razvoja tehnologije, konkurence in potrebe podjetij po kapitalu se je pojavila potreba tudi po prihrankih ostalega prebivalstva. Urejanje varstva zasebnih, malih investorjev in manjšinskih delničarjev, je potekalo postopoma, večinoma ob borznih zlomih ali gospodarskih krizah, nekatere spremembe pa so se zgodile verjetno tudi zato, ker so bili mali investitorji v trg že vpeti in so bile spremembe zakonodaje nujne zaradi ohranjanja zaupanja v borzo in zagotavljanja razvoja (Kocbek, 1995:16).

Mali investitor je oseba, ki nastopa na trgu vrednostnih papirjev. Svoje prihranke lahko vlaga v različne finančne instrumente. Kadar vlaga svoje prihranke v delnice, je delničar, njegove osnovne upravljalne in premoženjske pravice so urejene v Zakonu o gospodarskih družbah. Znotraj delniške družbe običajno nastopa kot manjšinski delničar, na trgu vrednostnih papirjev pa kot mali investitor. Delničarstvo v delniški družbi, ki nastopa na trgu vrednostnih papirjev, manjšinskega delničarja izpostavlja dodatnim nevarnostim. Poveča se število nedovoljenih ravnanj, ki jih lahko utрпи. S tem pa se razširijo tudi potrebni mehanizmi varstva.

Cilj naloge je opredeliti mehanizme varstva investorjev, skozi škodljiva ravnanja, ki jih lahko le ti preko organiziranega trga vrednostnih papirjev utrpijo. Sloni na dveh hipotezah. Prva hipoteza je, da slovenska zakonodaja zadovoljivo ureja mehanizme varstva investorjev, druga pa, da imajo zlorabe na trgu tako različne pojavnne oblike, da jih z abstraktnimi normami ni mogoče v celoti zajeti.

Ker nas v nalogi zanima predvsem problematika malih investorjev, ki vlagajo svoje prihranke v delniške družbe preko organiziranega trga vrednostnih papirjev, je prvi del dela osredotočen na konceptualna izhodišča, ki sestavljajo okvir diplomskega dela. V osnovi so to trg vrednostnih papirjev, delnica in investitorji, natančneje pa je opredeljen trg vrednostnih papirjev, ki nas zanima. Gre za organiziran trg vrednostnih papirjev in njegovo umeščenost v širši finančni prostor, delnico kot edini lastniški vrednostni papir, delniško družbo, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev in investitorja, ki vlaga za svoj zasebni račun, t. i. malega investitorja.

Drugi del je namenjen opredelitvi škodljivih ravnanj skozi zakonsko določene mehanizme varstva. Vključeni so štirje temeljni zakoni, ki posredno ali neposredno ščitijo investitorje. Zanimiva bi bila obravnava tudi nekaterih drugih ravnanj, ki so se v praksi že (ali pa se še bodo) izkazala kot škodljiva za delničarje, za ostale z družbo povezane osebe (npr. za zaposlene) in nenazadnje za sam trg kapitala. Takšna obravnava zahteva primerjalnopravni pristop (zlasti primerjavo kontinentalnega in »common law« sistema), kar daleč presega namen in obseg te naloge. V drugem delu skušam opredeliti temeljna škodljiva ravnanja in najti odgovor na vprašanje, ali so mehanizmi varstva malih investorjev v slovenski zakonodaji zadovoljivo urejeni in ali zadostujejo tudi praksi.

V tretjem delu naloge se dotaknem le še zaupanja kot temelja vsakršnih odnosov v družbi, tako tudi poslovnih. Zanima me predvsem, zakaj je ohranjanje zaupanja pomembno za gospodarstvo. Čeprav se zaupanje kot eden najpomembnejših elementov delovanja trga vrednostnih papirjev pojavlja skozi celotno nalogo, bom šele v tem delu opredelila tudi njegove temeljne elemente.

2. KONCEPTUALNA IZHODIŠČA

Okvir diplomske naloge sestavljajo trg vrednostnih papirjev, delniška družba, delnica in investitor.

2.1 FINANČNI TRG KOT ŠIRŠI KONTEKST TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

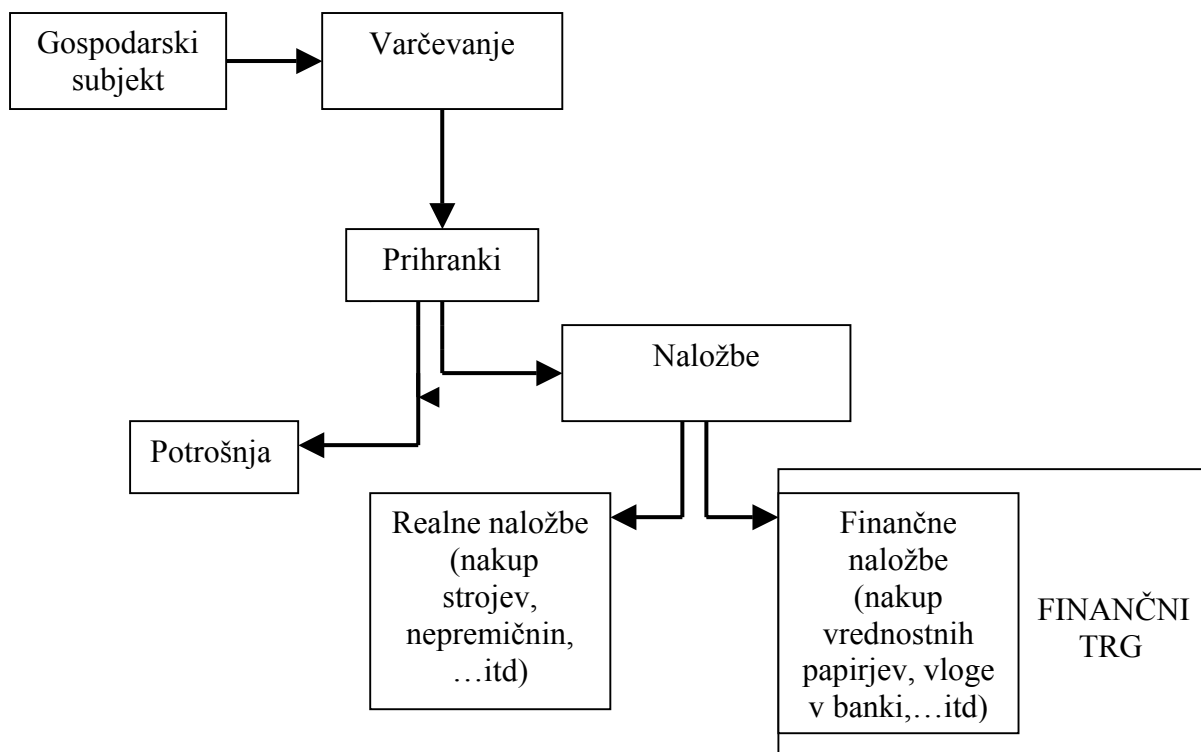
Na vsakem trgu se vrši menjava, medtem ko se na finančnem trgu vrši menjava vsega, kar je povezano s financami. »S financami pa pojmuje tudi vse kar je povezano z denarjem« (Ribnikar, 1998:38). Vsak trg lahko pojmuje tudi kot stičišče med ponudbo in povpraševanjem in tako se na vsakem trgu srečujeta ponudba in povpraševanje po dobrini, ki na tistem trgu nastopa kot predmet trgovanja. Na finančnem trgu se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih prihrankih.

Človek v svojem vsakodnevnem življenju z delom in znanjem, ki ga vlaga v svoje delo, pridobiva dohodke, ki jih porablja za svoje tekoče potrebe. Kadar ti dohodki presegajo odhodke ali pa si gospodarski osebek¹ sam naredi tako, da ne porabi vseh dohodkov, če ni nujno potrebno, rečemo, da varčuje. Prihranke lahko nameni v različne namene. Lahko jih porabi za nakup blaga ali storitev, torej za potrošnjo, ali pa se odloči, da jih bo investiral. Razlika med potrošnjo in investicijo oziroma naložbo je, da je investicija vsako delovanje, ki ohranja ali povečuje subjektovo premoženje, medtem ko ga potrošnja niti ne ohranja, temveč zmanjšuje (Štravs in drugi, 1995:19). Gospodarski subjekt ima na trgu na voljo dve vrsti naložb svojih prihrankov, in sicer realne² naložbe svojih prihrankov in finančne³ naložbe prihrankov. Lahko kombinira tudi obe, toda finančni trg zanimajo le prihranki namenjeni finančnim investicijam, kot je vidno tudi na shemi 1.

¹ To so lahko fizične ali pravne osebe torej posamezniki kot je prebivalstvo, podjetja pa tudi država in občine.

² Realne investicije oziroma naložbe so naložbe v nepremičnine, stroje, zaposlovanje novih delavcev, znanje, itd. V svojem bistvu so to investicije v produktivne namene.

³ Finančne investicije oziroma naložbe so naložbe v banke, vrednostne papirje, pokojninske, vzajemne in investicijske sklade, zavarovalnice.



Shema 1: Poraba prihrankov gospodarskih subjektov v gospodarstvu (vir: lastni prikaz)

Prihranki namenjeni finančnim investicijam se imenujejo finančni prihranki, na finančnem trgu pa se ti finančni prihranki imenujejo finančni presežki. Za finančni trg je zanimiv le tisti del prihrankov, ki jih gospodarski subjekti ne porabijo za potrošnjo ali za realne naložbe.⁴ Finančni trg je tako neko imaginarno mesto, na katerem se srečujeta ponudba in povpraševanje po finančnih prihrankih oziroma finančnih presežkih, hkrati pa je s finančnimi institucijami⁵ (finančna ustanova) in načini prenosa mehanizem, ki omogoča prenos finančnih presežkov od tistih, ki jih imajo (tisti, ki varčujejo, običajno je to prebivalstvo) k tistim, ki jim jih primanjkuje (tisti, ki investirajo več kot sami prihranijo, zaradi primanjkljaja potrebujejo tuje prihranke, običajno so to podjetja, ki potem porabijo pridobljene prihranke za realne naložbe oziroma za produktivne namene) (Štravs in drugi, 1995:25). Tisti, ki imajo finančne presežke, se imenujejo suficitne gospodarske celice, tisti, ki imajo finančni primanjkljaj, pa deficitne gospodarske celice.

⁴ Teorija potrošnji in realnim naložbam pravi tudi nefinančne naložbe (Mramor 1993:65).

⁵ Finančne institucije se delijo na denarne (banke), nederarne (zavarovalnice in skladi) in agentske oz. posredniške finančne ustanove (poslovne banke kot posredniki, investicijske banke in borzno posredniške družbe). Finančne ustanove lahko sodelujejo pri prenosu finančni presežkov bodisi na posreden bodisi na neposreden način (Štravs in drugi, 1995:21).

2.1.1 Neposredni in posredni način prenosa finančnih prihrankov

Poznamo dva načina prenosa, in sicer posredni in neposredni način finančnega prenosa. Posredni poteka prek denarnih finančnih ustanov (bank), neposredni pa prek nedenarnih finančnih ustanov (zavarovalnice, skladi, poslovne banke kot posredniki, investicijske banke in borzno posredniške družbe). Z neposrednim načinom prenosa lahko varčevalci svoje prihranke prenašajo na končne investitorje sami, s pomočjo vrednostnih papirjev. Včasih, ko vrednostnih papirjev še ni bilo, se je prenos finančnih presežkov izvajal le na posreden način, in sicer preko bank z zbiranjem bančnih vlog in dajanjem posojil. Posreden način prenosa je najpomembnejši način prenosa še danes, prihod vrednostnega papirja kot finančnega instrumenta je le olajšal končnim investitorjem, da z izdajo vrednostnih papirjev prihajajo do tujih prihrankov preprosteje. Investitorjem pa z nakupom vrednostnega papirja, narava le tega pomeni večjo likvidnost naložbe. Ni več kot pri npr. bančni vlogi pogodbeno vezan, da ima denar pri njih za čas, za katerega je pogodba sklenjena, ampak lahko vrednostni papir proda prej. Vrednostni papirji so se torej razvili, da bi zadovoljevali potrebe tako suficitnih kot deficitnih gospodarskih celic z namenom hitrejšega in neodvisnejšega prenosa finančnih sredstev.

2.1.2 Finančni instrumenti

Finančni presežki oziroma primanjkljaji so na finančnem trgu izraženi v obliki finančnih instrumentov (finančna oblika). Osnovni finančni instrument je denar, v katerem največkrat nastajajo prihranki, poznamo pa tudi vrsto drugih finančnih instrumentov, ki so se razvili, da bi zadovoljevali potrebe suficitnih kot deficitnih gospodarskih celic. Vsak nov finančni instrument se je razvil z namenom, da bi zadovoljil določeno finančno potrebo, ki do takrat še ni bila zadovoljivo izpolnjena z že obstoječimi instrumenti (Prohaska 2004:14). Finančni instrumenti se delijo na obliko vlog ali kreditov in obliko vrednostnih papirjev. Bistvena razlika med njima je v netržnosti (vloga, kredit) oziroma neprenosljivosti (vsaj ne lahki prenosljivosti) enega in tržnosti (vrednostni papir) oziroma prenosljivosti drugega. Vloge in krediti so pogodbeno vezani depoziti in posojila in so stvar točno določenih gospodarskih oseb (npr. državljan in banka). Obligacijski zakonik (v nad. OZ)⁶, v 9. členu določa, da sta pogodbeni stranki zapisani na pogodbi oziroma »...udeleženci dolžni izpolniti njeno

⁶ Obligacijski zakonik, Uradni list RS, št. 83/01, 32/04.

obveznost in odgovarjajo za njeno izpolnitev«. Vrednostni papir pa pisna listina, s katero se izdajatelj zavezuje, da bo izpolnil na njej zapisane obveznosti njenemu zakonitemu imetniku (212. člen OZ), ta pa je lahko kdorkoli. Vloge in krediti so v domeni bank. Denar v obliki vlog je denar na osebnem računu, vezane vloge, vloge na vpogled, hranilne vloge...itd, krediti pa se izražajo kot negativno stanje na osebnem računu in različna bančna posojila. Značilnost vloge in kredita je nastop določenega dolžniško-upniškega razmerja, ki je pogodbeno razmerje in nima nujno obličnosti. Upnik je celotno trajanje pogodbenega razmerja enak (čeprav se tudi posojila danes prodajajo kot naprimer hipotekarni krediti (Mramor 1993:72)) in ravno zato prihaja do zadnje lastnosti tega finančnega instrumenta in to je netržnost, kar pomeni, da te finančne oblike praviloma na trgu ni mogoče prodati. Vrednostni papirji so finančni instrumenti, ki pa so se razvili ravno zaradi težavnosti prenosa upništva oziroma lastništva presežkov pri obliki vlog in kreditov, zato so njegove lastnosti skoraj nasprotno vlogam in kreditom. Sicer gre ravno tako za nastop dolžniško-upniškega ali lastniškega razmerja, a tu instrument že dobi nujno obličnost, katero izkazuje listina. Danes so vrednostni papirji sicer nematerializirani, kar pomeni, da tudi oni nimajo obličnosti, a obličnost predpostavlja, da je terjatev vezana na papir in ne na osebo. Pri vrednostnem papirju obličnost torej predstavlja to, da vrednostni papir ne more nastati z ustnim dogovorom, medtem, ko pogodba lahko. Obličnost pri nematerializiranem vrednostnem papirju je torej še vedno obličnost, le da je ta imaginarna, nematerializirana obličnost. Da je pri vrednostnem papirju terjatev vezana le na papir in ne na osebo omogoča, da se upnik in lastnik lažje spreminjata. Lažjo prenosljivost vrednostnih papirjev omogoča predvsem sekundarni trg vrednostnih papirjev, brez katerega bi bilo preprodajanje vrednostnih papirjev nemogoče. Sicer pa je mogoče tudi obligacijsko terjatev upnika odstopiti oziroma prodati drugemu upniku, vendar po veliko bolj zapletenem in manj likvidnem postopku, kot če je torej ta terjatev inkorporirana v vrednostnem papirju.

2.1.3 Delitev finančnega trga

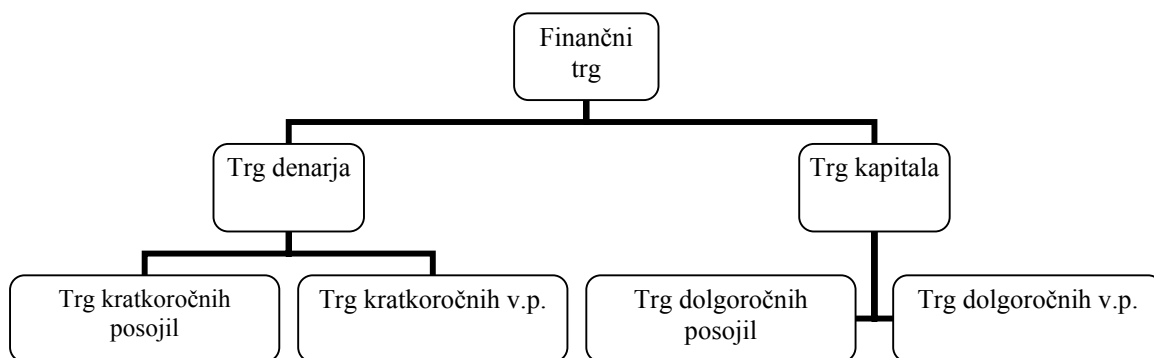
Obstaja več kriterijev, po katerih delimo finančni trg. Najpomembnejša in največkrat v literaturi uporabljana delitev je delitev glede na ročnost finančnih instrumentov oziroma glede na čas prenosa finančnih sredstev od suficitnih k deficitnim gospodarskim celicam (čeprav nekateri avtorji menijo, da je ta delitev smiselna in pravilna, po drugi strani menijo, da za današnji čas tudi ni več tako primerna). Drugi, a ravno tako nič manj pomembni delitvi finančnega trga sta še delitev glede na izdajo finančnih oblik in delitev glede na zakonske

obveznosti izdajatelja. Glede na izdajo finančnih oblik ločimo finančni trg na primarni finančni trg in sekundarni finančni trg. Na primarnem finančnem trgu se trguje s kakršnimikoli novo izdanimi finančnimi oblikami, na sekundarnem z že obstoječimi. Glede na zakonske obveznosti izdajatelja je finančni trg razdeljen na trg vrednostnih papirjev s stalnim (npr. obveznice) in trg vrednostnih papirjev s spremenljivim (npr. delnice) donosom. To so klasične oziroma obče uveljavljene razdelitve finančnega trga, gre pa za razvrstitev finančnih trgov v skupine z določenimi skupnimi lastnostmi (Mramor 1993:71).

Pojem finančni trg je običajno uporabljan v njegovem širšem pomenu, včasih pa tudi v njegovem ožjem pomenu. Takrat Mramor govori o trgu vrednostnih papirjev (Mramor 1993:72), vendar se danes pojem finančni trg le še redko uporablja za označevanje trga vrednostnih papirjev. Večkrat se uporablja pojem trg kapitala, kar dokazujejo tudi naslovi v novinarskih in časopisnih člankih (»Transparentnost trga kapitala je prvi pogoj njegove učinkovitosti« (Slapničar Sergeja, Finance, 2004), »Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala« (Čas Miloš, Finance, 2003). Vsak trg, ki je del finančnega trga, pa je vseeno v svojem bistvu tudi finančni trg, le da se na njem trguje z eno natanko določeno finančno obliko. Na denarnem trgu se trguje z denarjem (zato se reče denarnemu trgu tudi denarni finančni trg), na trgu vrednostnih papirjev z vrednostnimi papirji, na trgu dolgov s posojili (čeprav ima trg posojil, kot je že prej omenjeno, slabo razvit sekundarni trg), na primarnem trgu z novo izdanimi finančnimi oblikami,...itd. Izhajala bom iz finančnega trga v njegovem širšem pomenu, saj je bistvo tega dela naloge umestitev sekundarnega trga vrednostnih papirjev v nek širši prostor.

Glede na čas prenosa finančnih sredstev, finančni trg delimo na trg denarja in trg kapitala. Na denarnem trgu se trguje s kratkoročnimi finančnimi instrumenti, medtem ko se na trgu kapitala trguje z dolgoročnimi finančnimi instrumenti. Kratkoročni finančni instrumenti, ki nastopajo na denarnem trgu, so kratkoročna posojila (vloge, depoziti, kratkoročni krediti) in kratkoročni vrednostni papirji (komercialni in blagajniški zapisi, zakladne menice), dolgoročni finančni instrumenti, s katerimi se trguje na kapitalskem trgu, pa so dolgoročna posojila (dolgoročni krediti) in dolgoročni vrednostni papirji (dolgoročni dolžniški (obveznice) ter dolgoročni lastniški (delnice) vrednostni papirji). Meja oziroma ločnica med kratkoročnimi in dolgoročnimi finančnimi oblikami je rok dospelja finančnih instrumentov, kar je običajno eno leto. Kratkoročne finančne oblike imenujemo kratkoročne zato, ker so običajno vezane na rok dospelja do enega leta (npr. vezane vloge v banki na 3 ali 6 mesecev).

Taka delitev izhaja iz načela, da denarni trg zagotavlja glavni vir denarnih sredstev, ki omogoča udeležencem denarnega trga ohranjati likvidnost (Mramor 1993:73), kar pomeni, da lahko gospodarski subjekt na denarnem trgu relativno hitro pride do denarja, četudi ga je vezal, saj ga je vezal le na rok do enega leta. Na drugi strani pa trg kapitala omogoča nalaganje v finančne instrumente, ki imajo rok dospelja daljši od enega leta. Čeprav vsi dolgoročni finančni instrumenti nimajo dospelja kot na primer delnica (dospelje imajo le dolžniški finančni instrumenti), je to splošno uveljavljen dolgoročni finančni instrument in po delitvi glede na ročnost finančnih instrumentov spada pod trg kapitala. Nekateri avtorji menijo, da je delitev finančnega trga glede na ročnost finančnih instrumentov smiselna in pravilna, a za današnji čas morda ne več tako primerna, ker je tudi delnica, čeprav kupljena z namenom dolgoročnega investiranja, zelo likvidna (če gre za delnico, s katero se veliko trguje). Lahko se proda v roku krajšem od enega leta in še celo krajšem, kot je najkrajše vezana vloga, kar pomeni, da bi morala moderna delitev finančnega trga izhajati bolj iz namena uporabe sredstev in ne njihove ročnosti (Veselinovič, 1998:40). Bistvena razlika med denarnim in kapitalskim trgom po klasični teoriji razdelitve finančnega trga po ročnosti, je torej v likvidnosti finančnih sredstev.



Shema 2: Delitev finančnega trga glede na čas prenosa finančnih sredstev (vir: Prohaska)

Trg dolgoročnih finančnih instrumentov, kot kaže shema 2, je v bistvu trg kapitala v širšem smislu in se deli na trg dolgoročnih posojil in na trg dolgoročnih vrednostnih papirjev. Trg denarja nas ne zanima, se pa ravno tako, kot vidimo na shemi, deli na trg posojil in trg vrednostnih papirjev, toda kratkoročnih posojil in kratkoročnih vrednostnih papirjev. Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev je tisti, ki nas zanima, in še to le sekundarni.

Trg dolgoročnih vrednostnih papirjev se deli na različne podtrge. Sestavljen je iz štirih segmentov, iz primarnega, sekundarnega, terciarnega in kvartarnega.

Primarni trg vrednostnih papirjev je trg, kjer se vedno prodajajo nove izdaje vrednostnih papirjev. Vsak vrednostni papir, ki še ni bil izdan, se prvič proda na primarnem trgu vrednostnih papirjev. »Da bi različni finančni instrumenti služili svojemu namenu, jih je treba najprej izdati. Na novo izdane vrednostne papirje in njihovo prodajo na trgu imenujemo primarna izdaja vrednostnih papirjev. Ker jih njihov izdajatelj ponudi v odkup kupcem prvič, imenujemo trg, kjer se to dogaja, primarni trg oziroma primarni trg vrednostnih papirjev« (Štravs in drugi, 1995:28). Izdajatelj lahko nove vrednostne papirje plasira na trg z javno ali zasebno prodajo.

Sekundarni trg vrednostnih papirjev je trg, na katerem se trguje z že prej izdanimi in prodanimi vrednostnimi papirji na primarnem trgu, ki se lahko sedaj preprodajajo na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev in zamenjajo neomejeno število investorjev. Prodaja vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev poteka od investitorja na investitorja in ne več tako kot na primarnem trgu vrednostnih papirjev, kjer prodaja, ki je enkratna, poteka od izdajatelja na investitorja. Ko je bil vrednostni papir enkrat že izdan, njegovemu imetniku sekundarni trg omogoča, da ga prodajo nekomu drugemu, kar bi bilo brez sekundarnega trga nemogoče. Sekundarni trg je s tega vidika za investitorje zelo pomemben, saj jim omogoča likvidnost njihovih naložb, s tem ko lahko vrednostne papirje prodajo, kadar želijo, in spremenijo svojo naložbo v denar.

Terciarni trg je trg, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji z neposrednimi kontakti posrednikov, imenuje pa se tudi trg prek okenc (angl. »over the counter market« ali OTC).

Kvartarni trg pa je trg, na katerem se vrednostni papirji preprodajajo med institucionalnimi investitorji, ki sklepajo posle brez posrednika, torej sami med seboj, s čimer se izognejo provizijam, ki bi bile za tako velike posle visok strošek. Ti se tudi dogovarjajo oziroma pogajajo o ceni, kar je na sekundarnem oz. organiziranem trgu pa tudi na OTC trgu nemogoče. Kupci in prodajalci se tu namreč ne poznajo, trgovanje poteka preko računalniško vodenega borznega trgovalnega sistema – BTS, hkrati gre za tako visoke vsote, katerih mali investitorji običajno nimajo, pa tudi registrirani niso kot institucionalni investitorji, da bi lahko tako trgovali.

Obstaja več različnih razdelitev trga dolgoročnih vrednostnih papirjev. Prva deli trg dolgoročnih vrednostnih papirjev na primarni in sekundarni trg vrednostnih papirjev.⁷ Sekundarnega pa deli na trge: borzno poslovanje oziroma organiziran trg vrednostnih papirjev, poslovanje prek okenc z vsemi vrednostnimi papirji, poslovanje prek okenc samo z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na borzi, in četrti segment, direktno kupovanje in prodajanje vrednostnih papirjev med institucionalnimi investitorji.

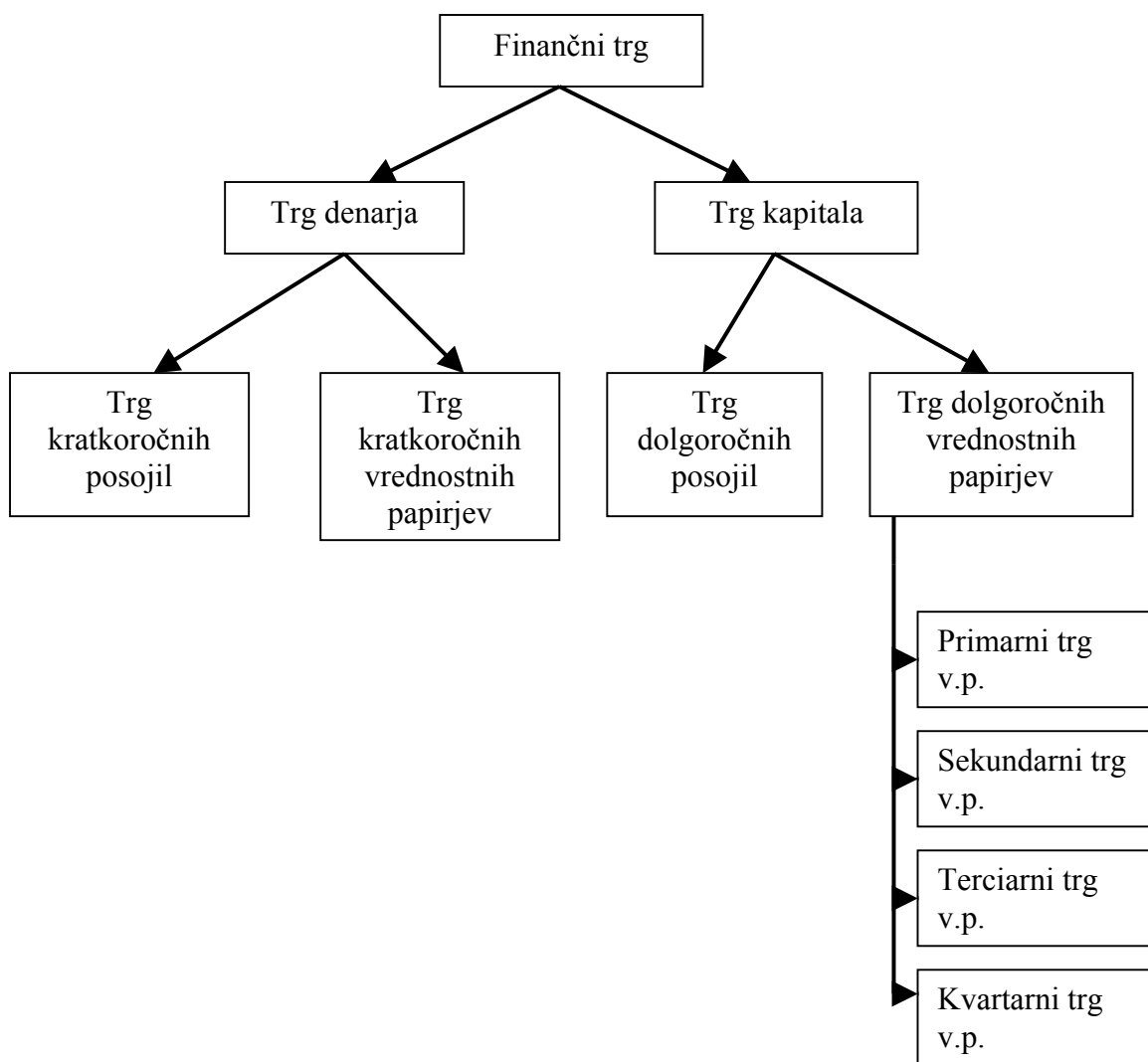
Druga razdelitev trga dolgoročnih vrednostnih papirjev in tudi najpogostejša (Veselinovič 1991:16) deli trg vrednostnih papirjev na primarni trg (prve prodaje papirjev), sekundarni, katerega loči na organiziran trg (borzo) in neorganiziran trg (OTC), kjer se trguje s kotirajočimi in nekotirajočimi vrednostnimi papirji, na terciarni trg, kjer se na OTC način prodajajo vrednostni papirji, ki kotirajo na borzi, ter na kvartarni trg, kjer se prodajajo vrednostni papirji med institucionalnimi investitorji.

Tretja razdelitev po Mramorju (tako je razdeljen tudi trg vrednostnih papirjev v Sloveniji) deli trg vrednostnih papirjev na primarni trg, sekundarni trg (ki se deli na borzni trg in prosti trg), ki je organiziran, na terciarni, ki je neorganiziran in se imenuje tudi sivi trg, Mramor mu reče tudi trg OTC (Mramor 2001:41), in na kvartarni trg z določenimi razlikami od prejšnje razdelitve. Ker se na neorganiziranem trgu trguje z vrednostnimi papirji, ki še niso bili nikoli s strani izdajatelja ponujeni javnosti, se ta trg imenuje tudi sivi trg. Prodaje potekajo neposredno med različnimi posredniki, običajno pa je bilo tudi, da so borzno posredniške hiše odkupovale od državljanov nekotirajoče privatizacijske delnice za svoj račun. Mramor torej trg prek okenc popolnoma izloči iz sekundarnega trga, medtem ko ga tudi Štravs in drugi, (Štravs in drugi, 1995:31) ne obravnavajo ločeno, kot terciarni trg, kot ga obravnava Mramor. Uvrstijo ga namreč kot del sekundarnega trga, kar pojasnjujejo s tem, da v svetu na trgu OTC potekajo vse prodaje in nakupi vrednostnih papirjev, ki niso organizirane na osrednjem mestu (kot je borza) in na katerem se trguje z vsemi vrednostnimi papirji, tudi tistimi, ki so bili javno ponujeni, torej tudi tistimi, s katerimi se sicer trguje prek borze. Za Slovenijo zaenkrat velja, da je trg prek okenc tako kot po Mramorju, terciaren trg, na katerem se trguje z nekotirajočimi vrednostnimi papirji (kot so zaenkrat npr. delnice Telekom). Tudi Štravs et al pravijo, da pri nas ne poznamo trga OTC v njegovem klasičnem pomenu (Štravs in drugi, 1991:69).

⁷ Kar je dokaj smiselno, če pomislimo, da je edino prva prodaja dejansko primarna, vse ostale so sekundarne.

Sekundarni trg vrednostnih papirjev je po Mramorjevi delitvi (Mramor 2001:42) trga kapitala torej organiziran trg, ki se deli na borzni trg in prosti trg, pri čemer ne vključuje trga OTC. Nas zanima organiziran trg vrednostnih papirjev oziroma sekundarni trg vrednostnih papirjev (uporabili bomo Mramorjevo delitev dolgoročnih vrednostnih papirjev). Zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nad. ZTVP-1)⁸ določa, da je organiziran trg vrednostnih papirjev trg, ki je posredno ali neposredno dostopen javnosti in na katerem poteka redno in urejeno trgovanje in katerega nadzirajo pristojni organi (Agencija za trg vrednostnih papirjev) (9. člen ZTVP-1). Borza vrednostnih papirjev pa je osrednje mesto trgovanja z vrednostnimi papirji, s katerimi se organizirano trguje prek borznih posrednikov. Organizirani trg se deli na borzni trg in prosti trg. »Borzni trg je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z ZTVP-1 oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje in jih je pristojni organ borze (Odbor za sprejem) sprejel v borzno kotacijo« (<http://www.ljse.si>). »Prosti trg pa je tisti, na katerem se trguje z vrednostnimi papirji, za katere je bila uspešno opravljena prva javna prodaja v skladu z ZTVP-1 oziroma za katere je izdajatelj pridobil dovoljenje ATVP za organizirano trgovanje in niso bili sprejeti v borzno kotacijo« (<http://www.ljse.si>).

⁸ Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Uradni list RS, št. 56/99, 52/02, 108/03, 117/03, 16/04, 86/04, 123/04.



Shema 3: Umestitev sekundarnega trga⁹ vrednostnih papirjev v prostor po ročnosti finančnih instrumentov (vir: Prohaska, Mramor in lastni prikaz).

Za umestitev organiziranega trga vrednostnih papirjev v širši prostor je najprimernejša delitev finančnega trga po ročnosti finančnih sredstev, kot je prikazano na shemi 3. Ker osrednje mesto v tej nalogi zavzema investitor, ki vlaga svoje prihranke v delnice delniških družb (in ne v druge finančne instrumente ali v druge vrednostne papirje), je za opredelitev relevantnega sekundarnega trga vrednostnih papirjev najprimernejša delitev finančnega trga glede na zakonske obveznosti izdajatelja. Glede na zakonske obveznosti izdajatelja finančnega instrumenta, finančni trg delimo na trg vrednostnih papirjev s stalnim donosom (trg dolžniškega kapitala) in na trg vrednostnih papirjev s spremenljivim donosom (trg lastniškega kapitala), kjer dolg predstavlja terjatev oziroma obvezo izdajatelja

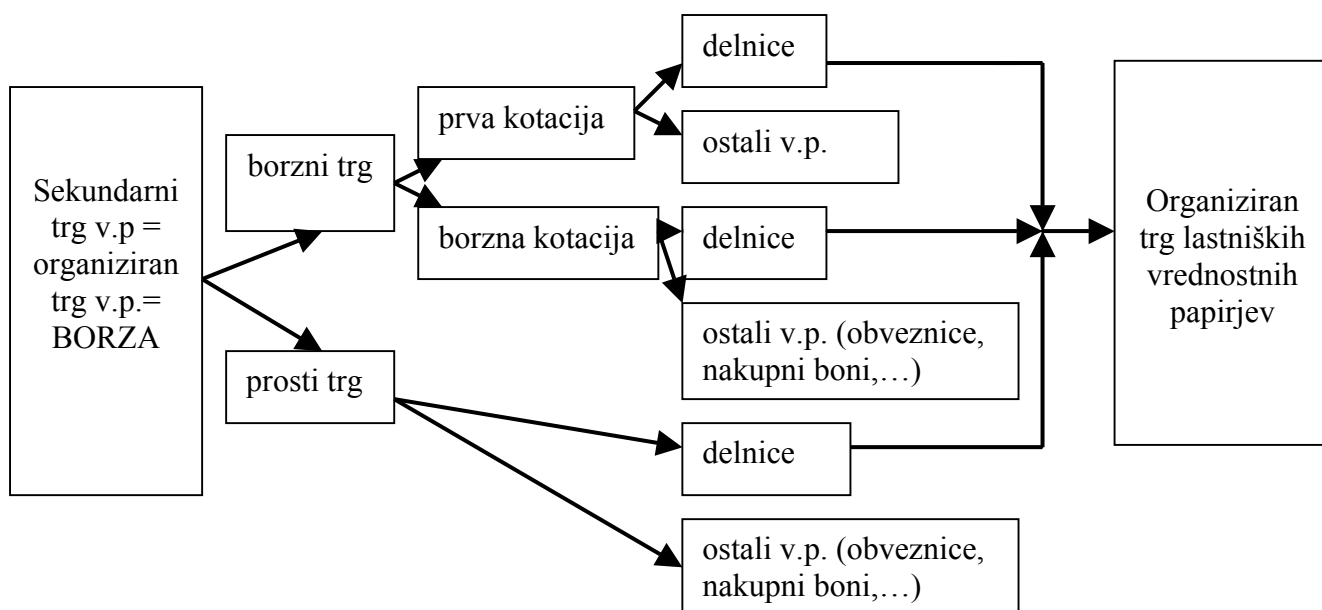
⁹ Sekundarni trg le po Mramorju zajema le organiziran trg vrednostnih papirjev, po ostalih delitvah zajema še neorganiziran trg vrednostnih papirjev. Uporabila sem takšno razdelitev, ker je tako v Sloveniji.

(posojilodajalca) plačilo terjatve v določenem obdobju, medtem ko predstavlja lastniški kapital delež v izdajateljevem podjetju, kar predstavlja drugačne obveznosti izdajatelja do kupca tega vrednostnega papirja. Obveznosti, ki izhajajo iz lastniškega kapitala, bodo obravnavane kasneje pri obravnavi lastniškega finančnega instrumenta (delnice), bistvena razlika med dolžniškim in lastniškim vrednostnim papirjem pa je v njihovi naravi. Medtem ko dolžniški predstavlja dolg izdajatelja do kupca in mora ta dolg poravnati, lastniški predstavlja last oziroma članstvo v podjetju in se vložek ne sme vrniti.

Če sta obe delitvi združeni, je iz sheme 4 razvidno, kateri trg je za nalogo relevanten. To je trg lastniških vrednostnih papirjev, toda ne vsak trg lastniških vrednostnih papirjev, temveč le organiziran trg lastniških vrednostnih papirjev, v praksi imenovan borza. Borza je torej organiziran sekundarni trg vrednostnih papirjev. Organiziran trg vrednostnih papirjev je pri nas razdeljen na borzni trg, ki je imenovan borzna kotacija, katere del je še prva¹⁰ kotacija, in na prosti trg, kamor so uvrščeni finančni instrumenti, ki ne izpolnjujejo pogojev za uvrstitev na borzni trg. Na splošno pa dolgoročne vrednostne papirje delimo na dolžniške, lastniške in izvedene vrednostne papirje. Tipičen predstavnik dolžniškega vrednostnega papirja je obveznica, lastniškega delnica in izvedenega¹¹ opcija.

¹⁰ Prva kotacija je poseben segment znotraj borzne kotacije, v katerega se lahko na zahtevo izdajatelja premestijo delnice izdajatelja, ki izpolnjujejo določene kvantitativne in likvidnostne kriterije in katerih izdajatelj se zaveže k dodatnemu obveščanju (četrtno po Mednarodnih standardih računovodskega poročanja in v angleškem jeziku) <http://www.ljse.si>.

¹¹ Izvedeni finančni instrumenti so instrumenti, ki se nanašajo na nek temeljni vrednostni papir. Gre pa za to, da z nakupom npr. opcije na delnico zavarujemo vrednost svoje delnice za čas, ko jo bomo želeli prodati, opcija pa nam omogoča, da jo prodamo po vnaprej dogovorjeni ceni in ne po ceni, ki bo tisti čas na trgu.



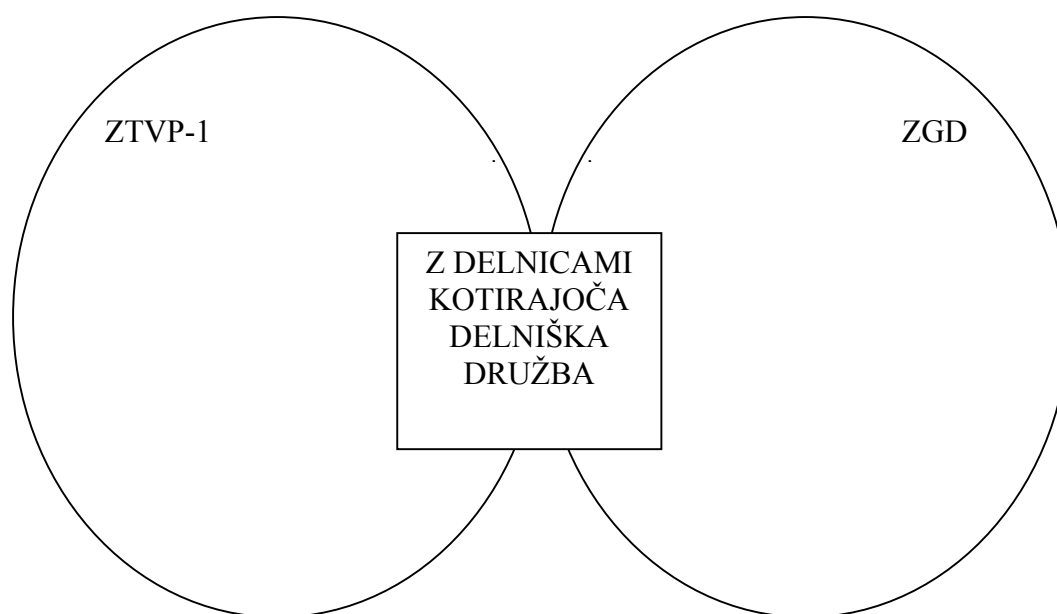
Shema 4: Umestitev organiziranega trga lastniških vrednostnih papirjev v prostor (vir: lastni prikaz)¹²

2.2 DELNIŠKA DRUŽBA

V slovenski teoriji in praksi zaenkrat še nimamo pojma, ki bi veljal samo in izključno za delniško družbo, ki ima na organiziranem trgu vrednostnih papirjev izključno delnice. Čeprav se na prvi pogled zdi, da to vrsto družb opredeljuje pojem odprta ali javna delniška družba, to nista pojma, ki bi zadostila iskanemu kriteriju. Delniška družba, katere delnice so uvrščene na trg vrednostnih papirjev, je odprta družba. Odprtost družbe govori o prenosljivosti članskih pravic in torej o prosti prenosljivosti delnic (kar za delnice družbe, ki kotirajo na borzi, nedvomno drži), vendar pa je lahko odprta družba tudi družba z omejeno odgovornostjo (d.o.o), s prosto prenosljivostjo poslovnih deležev. Pojem, ki bi na kratko označeval delniško družbo, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, pri nas ne obstaja. Potreba po drugačnem poimenovanju take družbe je nastala, ker sta delniška družba, katere delnice niso uvrščene na trg vrednostnih papirjev, in delniška družba, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, različni pri svoji umeščenosti v pravni okvir. Takšna družba je sicer tudi javna družba, vendar pa je javna družba tudi katerakoli druga družba (npr. d.o.o), ki je izdala npr. obveznice, s čimer je postala javna ali pa delniška

¹² Zaradi lažje predstavitve sem razdelila borzni trg na borzno in prvo kotacijo, čeprav je prva kotacija del borzne kotacije.

družba, katere delnice niso uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, je pa izdala obveznice in s tem postala javna. Javna družba po ZTVP-1 je »...družba oziroma druga pravna oseba – izdajatelj vrednostnih papirjev, ki je uspešno opravila prvo javno prodajo teh vrednostnih papirjev v skladu z določbami tega zakona oziroma pridobila dovoljenje Agencije za trg vrednostnih papirjev (v nad. ATPV) za organizirano trgovanje. Vse ostale pravne osebe so nejavne družbe« (8. člen ZTVP-1). Delniško družbo, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev, bi lahko torej poimenovali tako odprta kot javna družba, ne bi bil pa to pojem, ki bi veljal samo in izključno za delniško družbo, katere delnice so uvrščene na trg vrednostnih papirjev. Takšna delniška družba od delniške družbe, ki z delnicami ne kotira na borzi razlikuje po tem, da zanjo veljajo poleg določil ZGD še določila ZTVP-1, zaradi česar pa se spremeni tudi investitorjev položaj na trgu. Poleg ZGD-ja, ki ureja osnovne odnose med delničarji in družbo, se ga z nastopom na trgu vrednostnih papirjev dotaknejo še drugi zakoni, ki urejajo sam trg vrednostnih papirjev, prevzeme, ...itd.



Shema 5: Zakonska ureditev delniške družbe, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev¹³ (vir: dr. Barbara Rajgelj).

Ne glede na to, ali se z delnicami delniške družbe trguje na borzi ali ne, se po svoji naravi delniški družbi ne razlikujeta. Obe imata osnovni kapital razdeljen na delnice, pri obeh delničarji odgovarjajo za obveznosti družbe le z vloženim vložkom, pri obeh je najnižji

¹³ Moramo omeniti, da se delniške družbe, ki kotira na Borzi, dotikajo tudi drugi zakoni in ne le ta dva a za varstvo malih investitorjev in znotraj družbe manjšinskih delničarjev, sta ta dva zakona nekako temeljna.

nominalni znesek za ustanovitev 6 mio SIT (po predlogu novega Zakona o gospodarskih družbah (v nad. predlog ZGD-1))¹⁴ bo najnižji znesek osnovnega kapitala 25.000 evrov, kar preračunano po tečaju 240 SIT znaša 6 milijonov tolarjev), obe lahko ustanovi ena ali več fizičnih ali pravnih oseb in pri obeh je najnižji nominalni znesek delnic 1000 tolarjev. Po predlogu ZGD-1 bodo imele družbe možnost ohraniti razdelitev osnovnega kapitala na delnice z na njih napisano nominalno vrednostjo delnice, kjer bo najnižji nominalni znesek 1 evro¹⁵ hkrati pa tudi možnost, da te delnice zamenjajo s t. i. kosovnimi delnicami. Družba se bo ob sprejetju evra (predvidoma 1.1.2007) sama odločila, kateri sistem delnic bo imela, oba ne bosta mogoča. Kosovne delnice se razlikujejo od delnic z nominalnim zneskom po tem, da na njih ni napisanega nominalnega zneska, kar razlikuje ta dva sistema delnic predvsem po načinu opredelitve lastniškega deleža v družbi. Delnica z nominalnim zneskom izraža delež v družbi z številčnim nominalnim zneskom napisanim na delnici, medtem ko kosovna delnica nima številčno napisanega zneska na delnici ampak ima napisano npr. 1 delnica (kosovna delnica), kjer delež v družbi ni direktno izražen, ali npr. 1/1000 (kvotna delnica). Delež oziroma »stopnja upravičenj« kosovne delnice se izračuna s količnikom med številom delnic posameznega delničarja in številom vseh izdanih delnic. Naš sistem vzporedno z delnicami z nominalnim zneskom predvideva mogočo zamenjavo le s kosovnimi delnicami, in ne tudi kvotnimi, ker jih sistem ne predvideva (predlog ZGD-1, 2005:3,5).

Dodatna razlika med delniškima družbama je, da morajo imeti delniške družbe, katere delnice so uvrščene na trg vrednostnih papirjev, v strukturi upravljanja obvezno nadzorni svet, medtem ko so lahko delniške družbe, katere delnice ne nastopajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev, tudi brez nadzornega sveta. Delniška družba, katere delnice so uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev in ki nas zanima, je torej sestavljena iz treh organov, in sicer uprave, skupščine delničarjev in nadzornega sveta. Takšen dvotirni sistem upravljanja mora imeti vsaka delniška družba, ki ima osnovni kapital nad 410 milijonov tolarjev, če je povprečno število zaposlenih na leto večje od 500, če je bila družba ustanovljena sukcesivno¹⁶, če so njene delnice uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev ali če je število delničarjev družbe večje od 100 (261. člen ZGD). Ostale delniške družbe si lahko izberejo enotirni sistem upravljanja, v katerem ni nadzornega sveta. Predlog ZGD-1 sicer

¹⁴ Po neuradnih vladnih informacijah do večjih sprememb predloga ZGD-1 ne bo prišlo, ni pa to še zakon, dokler ga ne potrdi Državni zbor RS.

¹⁵ Do sedaj je bil najnižji nominalni znesek delnice 1000 SIT, kar bi bilo po tečaju 240 sit za en evro okoli 4 evre.

¹⁶ Delničarji, ki sprejmejo statut, ne vpišejo vseh delnic sami kot pri simultani ustanovitvi, temveč dajo delnic v javno prodajo.

vpeljuje možnost izbire med enotirnim in dvotirnim sistemom upravljanja za vse delniške družbe ne glede na to, ali družba kotira na organiziranem trgu vrednostnih papirjev ali ne, in tudi ne glede na to, ali ima zgoraj omenjene značilnosti, ki so zahtevale dvotirnost, ali ne, se bo lahko vsaka družba prosto odločila za sistem upravljanja. Družba, ki ima delnice na trgu vrednostnih papirjev in ki mora po ZGD imeti dvotirni sistem upravljanja, bo lahko po predlogu ZGD-1 torej izbrala tudi enotirni sistem upravljanja. Verjetno sprememb tega določila iz predloga ZGD-1 ne bo, tako da lahko skoraj z gotovostjo trdimo, da bo enako tudi v končno sprejetem besedilu ZGD-1.

2.2.1 Delnica kot lastniški vrednostni papir

Delnice so edini lastniški vrednostni papir in za razliko od dolžniških vrednostnih papirjev (obveznice)¹⁷ pomenijo za izdajatelja (izključno delniška družba) trajen vir sredstev, za investitorja pa solastnino¹⁸ v delniški družbi s trajno udeležbo pri dobičku v obliki dividende in pri povečanju tržne vrednosti delnice (Mramor 2001:43). Uvrščamo jih med t.i. korporacijske vrednostne papirje, ker kažejo na članstvo v korporaciji oziroma delniški družbi (Kocbek 1995:27). Članske pravice delničarjev se delijo na premoženjske pravice in članske pravice v ožjem smislu (upravljalске pravice).

1. Premoženjske pravice:

- Pravica do dividende
- Pravica do likvidacijskega deleža
- Prednostna pravica do novih delnic

2. Upravljalске pravice:

- Aktivna in pasivna volilna pravica
- Pravica nadzorstva nad poslovanjem družbe
- Pravica do informiranosti
- Pravica do izpodbijanja sklepov skupščine

¹⁷ Obveznice predstavljajo terjatev do izdajatelja oziroma njegov dolg kupcu. Obveznica obveže izdajatelja, da bo imetniku obveznice t. j. upniku v določenem času, daljšem od enega leta vrnil izposojeni znesek z obrestmi.

¹⁸ »Pravno gledano delničar ni (so)lastnik družbe, ker je premoženje družbe osamosvojena lastnina, delničar iz naslova vplačanega vložka le uresničuje nekatere premoženjske in članske pravice« (Kocbek 1995:27).

Z vsemi temi pravicami delničarji delniške družbe razpolagajo, pravice med delničarji se razlikujejo le po tem, katero vrsto delnice ima investitor v lasti. Poznamo navadne, prednostne in zamenljive delnice. Pravico do informiranosti, prednostno pravico do novih delnic in pravico do likvidacijskega deleža družbe imajo lastniki vseh treh vrst delnic. Navadna delnica zagotavlja pravico do udeležbe pri upravljanju družbe, razen če je navadna brez glasovalne pravice, pravico do dela dobička (dividende) in pravico do preostalega (navadni delničarji so ob likvidaciji družbe izplačani šele po izplačilu vseh upnikov in lastnikov prednostnih delnic) premoženja ob likvidaciji družbe. Imetniki prednostnih delnic imajo prednostne pravice predvsem pri premoženjskih pravicah, ki jim prinašajo prednost pri poplačilu ob likvidaciji družbe in prednost pri izplačilu običajno vnaprej določene dividende¹⁹. Imetniki prednostnih delnic so izključeni iz nekaterih članskih pravic, katerih najpomembnejša je glasovalna pravica oziroma pravica do udeležbe pri upravljanju družbe. Zamenljive prednostne delnice pa omogočajo imetnikom zamenjavo prednostnih delnic v navadne delnice, ko to želijo.

Pravno gledano je vrednostni papir pisna listina, ki zavezuje izdajatelja, da bo izpolnil na njej zapisane obveznosti njenemu zakonitemu imetniku. »Kdo je zakoniti imetnik, je odvisno, ali se vrednostni papir glasi na ime ali na prinosnika« (Gantar in drugi, 1992:8). Če glasi na ime, lahko pravice iz njega uveljavlja le oseba navedena na listini (imenski vrednostni papir). Prenos pravic na drugo osebo se opravi z indosamentom, s pisno izjavo na hrbtni strani vrednostnega papirja. Če pa se vrednostni papir glasi na prinosnika, se pravice iz vrednostnega papirja prenašajo že z izročitvijo tega vrednostnega papirja drugi osebi, se pravi, da je lastnik vrednostnega papirja tisti, ki ga ima v posesti, in zato ne potrebuje nobenega podpisa prejšnjega lastnika ali vpisovanja v delniško knjigo. Zaradi takšnega načina prenosa je prihajalo do kraj vrednostnih papirjev kot pisnih listin. Ta nevarnost se je z dematerializacijo vrednostnih papirjev izničila, saj do njihovega prenosa pride s pomočjo računalniškega sistema klirinško depotne družbe (v nad. KDD). Seveda tudi ta način prenosa vrednostnih papirjev ne onemogoča zlorabe v celoti. Tako je znan primer, ko se je oseba pri borznem posredniku predstavila s ponarejeno osebno izkaznico kot druga oseba, za katero je vedela, da ima v lasti določene vrednostne papirje. Ko jih je prodala, je v banki s to isto osebno izkaznico denar dvignila. Gre za posredno krajo a vseeno, vrednostni papir je bil odtujen.

¹⁹ Posebna vrsta prednostnih delnic so zbirne (kumulativne) prednostne delnice, ki imetnikom zagotavljajo pravico do izplačila vseh še neizplačanih dividend preden se imetnikom navadnih delnic izplačajo kakršnekoli dividende in udeležbene (participativne) prednostne delnice, ki imetnikom dajejo poleg prednostne dividende še pravico do izplačila dividend, ki pripadajo imetnikom navadnih delnic.

2.3 MALI INVESTITOR

2.3.1 Opredelitev malega investitorja

Investitorji na trgu vrednostnih papirjev so gospodarski subjekti, ki imajo finančne presežke in ki so jih pripravljeni investirati v vrednostne papirje (Štravs in drugi, 1995:27). Na trgu vrednostnih papirjev poznamo investitorje, ki lahko investirajo v različne vrednostne papirje. Delimo jih na male (tudi zasebne ali privatne) in velike (tudi institucionalne). Zasebni so običajno fizične osebe in manjša podjetja, ki vlagajo za svoj račun z namenom, da bi prišli do nekega dodatnega dohodka. Institucionalni investitorji, kamor spadajo zavarovalnice, pokojninski skladi, vzajemni skladi, banke, investicijske družbe in druge finančne organizacije pa vlagajo za svoj račun in račun svojih strank. Naložbe institucionalnih investitorjev so velikih obsegov, s čimer lahko vplivajo na cene vrednostnih papirjev na trgu, medtem ko mali investitorji kupujejo in prodajajo v manjših obsegih, zaradi česar so trgu bolj ali manj nenevarni, so pa ponavadi oni tisti, katerim lahko neurejen in nenadzorovan trg, škoduje.

Investitorji²⁰ svoje finančne naložbe ponavadi izbirajo po načelu »magičnega trikotnika«. Zasledujejo čim večji donos, čim večjo varnost naložbe in čim večjo likvidnost naložbe. To so cilji, katerim investitorji sledijo, ko so se že odločili za naložbo, za njo pa se običajno odločijo zaradi treh dejavnikov, in sicer varnosti, povečanja premoženja in potrošnje.

2.3.2 Lastniška struktura nekaterih slovenskih podjetij

V Sloveniji je kljub temu, da so mali delničarji »umetno« postali delničarji zaradi lastninskega preoblikovanja, leta 2006 še vedno prisotno veliko število malih investitorjev v kapitalskih strukturah podjetij. Če pogledamo samo nekaj velikih in znanih podjetij pa tudi malo manj znanih. V kapitalski strukturi Krke, d.d. je število posameznih domačih delničarjev 52.673 od vseh 53.877 delničarjev, kar predstavlja 39,2% deleža družbe (26. 10. 2005). V Istrabenz, d.d. je v lasti fizičnih oseb 20,16% kapitala skupine Istrabenz (31. 5. 2005), v

²⁰ Tu bi bilo morda smiselno omeniti, da mali in manjšinski delničar nista dve besedi za enako osebo. Mali delničar oziroma mali investitor je tisti, ki nastopa na trgu vrednostnih papirjev, ki kupuje in prodaja delnice, obveznice ali katerikoli drug vrednostni papir družb, katerih vrednostni papirji so uvrščeni na organiziran trg, medtem ko je manjšinski delničar tisti, ki ima manjšinski delež v delniški družbi, katere delnice so ali niso uvrščene na organiziran trg vrednostnih papirjev.

Gorenje, d.d. pa je delež v lasti ostalih delničarjev 47,2%, v primerjavi z drugim največjim delničarjem, ki ima v lasti 19,5%, ta odstotek pa je od leta 1999 še zrasel (30. 6. 2005). Žito, d.d, ki nastopa na prostem trgu in za katerega velja, da so naložbe na njem bolj tvegane, ima v svoji lastniški strukturi 37,8 % delež fizičnih oseb, kar dokazuje, da so danes mali delničarji na kapitalskem trgu še vedno prisotni.

Pomen malih investorjev na trgu vrednostnih papirjev je ne le pri nas, temveč tudi po svetu velik, ne glede na to, ali vlagajo sami, ali preko različnih skladov, saj se tako privarčevani kapital steka tja, kjer se potrebuje in se ne zadržuje doma, po drugi strani pa mora biti trg kapitala urejen tako, da nudi malim investorjem varnost njihovih naložb, saj se običajno in na splošno varčuje zaradi nekega občutka varnosti. Kadar trg ni urejen, je bojazen izgube privarčevanega prevelika, zaradi česar ostaja denar doma, namesto da bi krožil. Kroženje je osnova za dvig ravni in stopnje rasti gospodarstva, česar bi se zakonodajalec moral zavedati in upoštevati pri zakonskem urejanju trga vrednostnih papirjev, pri ugotavljanju kršitev povezanih s trgov vrednostnih papirjev, pri njihovem pregonu²¹ in uspešnem sankcioniranju, pri davčni politiki ter pri dvigovanju ravni zavedanja vseh udeležencev trga o pomenu zaupanja investorjev v ta trg. Za male investitorje je pomembno predvsem to, da je poslovanje na tem trgu čim bolj javno, pošteno, pregledno in relativno varno organizirano, vsled čemur tudi mali investitorji trgu pomagajo, in sicer z aktivnostjo, ki trgu zagotavlja tržnost, likvidnost in prometnost.

3. PRAVNO VARSTVO INVESTITORJEV NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

3.1 Zakoni, ki varujejo investitorje na trgu vrednostnih papirjev

Trg vrednostnih papirjev je za državo s tržno ekonomijo pomemben predvsem zaradi gospodarskega razvoja. Izdajateljem zagotavlja finančne vire, ki so alternativa finančnim virom v obliki bančnih kreditov, investorjem pa alternativo naložbam v bančne denarne depozite. S trgov denarja v obliki trga kapitala predstavljata pomemben del finančnega sistema, katerega funkcija je zbiranje prihrankov in usmerjanje le-teh v investicije kar je

²¹ V ZDA se lahko na zahtevo SEC-a (Security Exchange Commission) zaradi povračila neupravičene obogatitve zaradi manipulacije ustanovi povračilni sklad, mali investitorji, oškodovanci pa morajo le izpolniti prijavi obrazec in utemeljiti svoj status oškodovanca, lahko tudi prek interneta (Hren, 2003:1450).

makroekonomski interes vsake države. Zato je zaradi uresničevanja funkcije trga vrednostnih papirjev v interesu vsake države zagotoviti trdnost in zanesljivo delovanje trga vrednostnih papirjev ter zaupanje investorjev v ta trg. Eden od načinov za zagotavljanje tega je s prisilnimi pravnimi pravili, ki usmerjajo delovanje subjektov na tem trgu (Plavšak, 2003:1399).

Zakoni, ki se neposredno ali posredno dotikajo varstva investorjev na trgu vrednostnih papirjev so:

- Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1)
- Kazenski zakonik (KZ)²²
- Zakon o gospodarskih družbah (ZGD)
- Zakon o prevzemih (ZPre)²³.

3.1.2 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Že pri Zakonu o trgu vrednostnih papirjev iz leta 1994 (objavljen v Uradnem listu RS 11. februarja 1994) je iz načel in ciljev razvidno, da je varstvo investorjev na trgu vrednostnih papirjev eno izmed vodil za urejanje trga vrednostnih papirjev (načelo varstva investorjev in načelo javnega, popolnega in ažurnega razkritja podatkov glede družb, katerih vrednostni papirji so predmet trgovanja). Trenutno je v veljavi drugi zakon o trgu vrednostnih papirjev (v nad. ZTVP-1), ki je stopil v veljavo leta 1999 in je bil prvič spremenjen in dopolnjen z novelo ZTVP-1A. Ta novela je začela veljati 19. 11. 2004, glede notranjih informacij in manipulacije pa je bila dopolnjena in spremenjena predvsem s strani direktive evropskega parlamenta in sveta o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (direktiva 2003/6/ES o zlorabi trga). Sedaj pa je v postopku že njegova druga novela, ki pa še ni bila sprejeta.

Čeprav je celoten ZTVP-1 namenjen ureditvi trga vrednostnih papirjev in s tem tudi varstvu investorjev, v njem obstajajo določbe, ki izrazito varujejo interese investorjev in vsebujejo izrecne kršitve udeležencev trga vrednostnih papirjev, ki škodijo investorjem. Te določbe so

²² Kazenski zakonik Republike Slovenije, Ur.l. RS, št. 63/94, 23/99, 60/99, 40/04, 37/05.

²³ Zakon o prevzemih, Uradni list RS, št. 47/97, 56/99.

248. člen ZTVVP-1, ki prepoveduje tržno manipulacijo, 276. člen ZTVVP-1, ki prepoveduje uporabo notranje informacije, in 62. člen ZTVVP-1, ki govori o vsebini in načinu poročanja javnih družb. V nadaljevanju bo vsako od teh dejanj podrobneje obravnavano.

3.1.2.1 Prepoved tržne manipulacije

Zaradi direktive²⁴ Evropske komisije je bil 248. člen ZTVVP-1 (prej imenovan prepoved manipulacije, sedaj prepoved tržne manipulacije) močno dopolnjen. V ZTVVP-1 se je glasil takole:

»(1) Nihče ne sme trgovati oziroma posredovati pri trgovanju z vrednostnimi papirji ali izvrševati drugih ravnanj, katerih namen je ustvariti napačno oziroma zavajajočo informacijo o prometnosti oziroma ceni posameznega vrednostnega papirja. (2) Za posle in ravnanja iz prvega odstavka tega člena se štejejo zlasti: 1. navidezni posli z vrednostnimi papirji, 2. objavljane ali razširjanje napačnih oziroma zavajajočih informacij o finančnem položaju izdajatelja ali poslovnih dogodkih.« (248. člen ZTVVP-1)

Po noveli je 248. členu ZTVVP-1 poleg prepovedi navideznih poslov in razširjanja zavajajočih oziroma napačnih informacij o finančnem položaju izdajatelja ali njegovih poslovnih dogodkih dodana še prepoved medsebojno usklajenega delovanja. Poleg prepovedi trgovanja ali posredovanja trgovanja, ki bi lahko ali ustvarja zavajajočo predstavo o ceni ali prometnosti finančnega instrumenta, je v 248. členu ZTVVP-1 dodana še prepoved ustvarjanja zavajajoče predstave o ponudbi ali povpraševanju po finančnem instrumentu. Pojem vrednostni papir je zamenjal pojem finančni instrument. To so vse spremembe, ki so razširile pojme, ki so lahko predmet manipulacij, sedaj ali v prihodnosti in ustvarile podlago, da ne bo potrebno z na primer prihodom novih oblik pri trgovanju na trgu vrednostnih papirjev zopet ali prehitro dopolnjevati zakonodajo. Opcija na primer ni vrednostni papir, je pa finančni instrument. Če Nima lastnosti vrednostnega papirja, navezuje se le na nek osnovni finančni instrument. Če torej v zakonodaji ne bi spremenili pojma vrednostni papir v finančni instrument, bi morali to

²⁴ Komisija je predlagala enotno direktivo tako za trgovanje na podlagi notranjih informacij kot za tržno manipulacijo imenovano direktiva o zlorabi trga. S tem in ne ločenima direktivama naj bi zagotovili enak zakonski okvir v državah članicah in se izognili kakršnimkoli mogočim neskladjem in zmedam, kot tudi zmanjšanje preveliko število različnih pravil in standardov v Evropski Uniji. Poleg tega je Komisija izpostavila, da ena direktiva omogoča preprostejšo, z nižjimi stroški administrativno implementiranje (<http://www.europa.eu.int/eur-lex.com>).

storiti ob morebitnem prihodu opcij. Določba je zelo obsežna zlasti zaradi navajanja nakazujočih primerov²⁵ tržne manipulacije in smernic ATVP²⁶ pri ugotavljanju sumljivih aktivnosti na trgu (ali gre pri posamičnem primeru za nedovoljeno ali dovoljeno ravnanje) in ravnanju ob tem. Tako se prvi odstavek 248. člena ZTVP-1 glasi:

»Nihče ne sme trgovati oziroma posredovati pri trgovanju s finančnimi instrumenti ali opravljati drugih ravnanj oziroma aktivnosti, s katerimi se ustvari oziroma bi se lahko ustvarila napačna oziroma zavajajoča predstava pri drugih udeležencih na trgu finančnih instrumentov o ponudbi, povpraševanju, ceni, prometnosti, o lastnostih ali o izdajatelju posameznega ali več finančnih instrumentov«

Na ponudbo, povpraševanje, ceno, prometnost, na videnje lastnosti ali na videnje izdajatelja s strani investitorjev posameznega ali več finančnih instrumentov je mogoče vplivati z različnimi ravnanji ali aktivnostmi. Zakon našteva ravnanja in aktivnosti, katera šteje za aktivnosti tržne manipulacije. Ta ravnanja so navedena le primeroma kot vodilo, ne pa kot edina možna ravnanja tržne manipulacije. V drugem odstavku 248. člena ZTVP-1 so naštet prepovedana ravnanja. Poleg prepovedanih ravnanj so to še sklepanje poslov in dajanje naročil za nakup ali prodajo enega ali več finančnih instrumentov, ki ustvarjajo ali bi lahko ustvarili zavajajočo predstavo o ponudbi, povpraševanju, o ceni ali prometnosti finančnega/ih instrumenta/ov. Pri tem ne omenja lastnosti ali izdajatelja finančnega/ih instrumenta/ov, saj se lahko zavajajoča predstava o slednjih dveh ustvarja predvsem z razširjanjem zavajajočih informacij in ne s prej navedenimi ravnanji²⁷.

²⁵ Ob sprejemanju direktive je bilo kar nekaj polemik glede navajanja primerov tržne manipulacije, saj so nekateri (London stock exchange, 30. 4. 2003) menili, da so ti znaki ali preveč specifični ter omejujejo možnost hitrega odziva na nove oblike obnašanja na trgu ali da so presplošni in bi bilo potrebno natanko navesti, kdaj in zakaj mora biti določeno ravnanje zapisano v primerih, mišljeno kot manipulativno (Euronext, 2.5.2003), in ali so sploh smiselni. Če izvzamemo del komentarja Euronexta: »Euronext is very reserved on the usefulness of these signals.« (Euronext, 2. 5. 2003) Direktiva ne omejuje zakonodajalca posamezne države članice, da naredi po svoje, zato bomo o primerih navedenih v ZTVP-1 govorili kasneje. CESR (Committee of European Securities Regulators ali Evropsko združenje regulatorjev) pa je že decembra 2002 navedlo, zakaj v direktivo sploh vključuje indikativne primere in sicer, da bi dali udeležencem trga, ki sodelujejo pri trgovanju kot pristojnim institucijam za odkrivanje nedovoljenih ravnanj, smernice za mogoča manipulativna vedenja, ki pa naj ne bi že sama po sebi pomenila izključujočnost do drugih ravnanj, ki bi lahko bila ravno tako manipulativne narave a niso navedena. Pri nas smo to uredili z besedo zlasti, kjer pred naštetjem ravnanj uvod tretjega odstavka 284.člena ZTVP-1 pravi, da se za ravnanja iz prej navedenega odstavka štejejo *zlasti* naslednja ravnanja in potem so naštet. Komisija je izpostavila pomembnost teh signalov tudi kot preventivni ukrep, da bi še preden bi prišlo do posledic manipulacije, lahko udeleženci trga morebitno manipulacijo zaznali že vnaprej in jo vsaj v njenih osnovnih, že znanih in očitnih oblikah preprečili še preden bi lahko do nje prišlo.

²⁶ ATVP je v celoti urejena v ZTVP-1 in je organ, ki skrbi za nadzor nad trgovanjem na organiziranem trgu finančnih instrumentov.

²⁷ Lastnost finančnega instrumenta je tudi njegova tržna cena, toda zakonodajalec to odpravi že s prepovedjo vplivanja na ceno, tako da ko govori o prepovedih, ki dajejo ali bi lahko dale zavajajočo predstavo o lastnostih f.

Drugi odstavek 248. člena prepoveduje torej naslednja ravnanja:

- kakršnakoli ravnanja (vključno s sklepanjem poslov ali dajanjem naročil za nakup ali prodajo), ki dajejo ali bi lahko dajala zavajujočo ali napačno predstavo o ponudbi, povpraševanju, ceni ali prometnosti finančnih instrumentov.
- kakršnakoli ravnanja (vključno s sklepanjem poslov ali dajanjem naročil za nakup ali prodajo), ki na podlagi medsebojno usklajenega delovanja²⁸ rezultirajo v dvigu ali spustu cene na nenormalno oziroma umetno raven, ki je trg ne bi vzpostavil, če ne bi bil prisoten akt manipulacije,
- kakršnokoli sklepanje navideznih poslov in
- kakršnokoli razširjanje zavajajočih informacij.

V tretjem odstavku 248. člen navaja indikativne primer, ki štejejo za bolj eksplicitno opisana ravnanja iz drugega odstavka. Zakonodajalec zopet z besedo »zlasti« dopušča možnost pojava tudi drugih nenavedenih ravnanj. V nadaljevanju bodo podrobneje predstavljena nekatera ravnanja, ki jih različni avtorji štejejo kot tržno manipulacijo. Vsa ravnanja so sicer zajeta v 248. členu ZTVP-1, vendar pa sistematika njihove obravnave ne sledi zakonski sistematiki, ampak sistematiki, ki se je razvila v teoriji.

»Navidezni posli« (»Wash sales«)

»posli, katerih posledica ni resnična sprememba lastništva finančnega instrumenta« (prva alineja prve točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Navidezni posel je posel, pri katerem ne pride do resnične spremembe lastništva finančnega instrumenta. V svojem bistvu to pomeni, da oseba finančni instrument proda sama sebi. Če ga preko enega borznega posrednika proda, preko drugega pa kupi ustvari videz aktivnosti, sama pa svojega položaja oziroma lastništva ne spremeni. Namen je lahko zavesti druge investitorje, ponavadi pa je namen takšnega ravnanja prikaz izgube pri oddaji dohodninske napovedi in oprostitve davka na kapitalški dobiček. Če oseba sebi v seriji transakcij prodaja npr. tisoč delnic po vedno nižji ceni, po kateri jih je kadarkoli kupila od drugih, je formalno

i., misli na lastnosti, ki se ne tičejo ponudbe, povpraševanja, cene ali prometnosti posamičnega ali večih finančnih instrumentov.

²⁸ Medsebojno usklajene osebe so osebe, ki trgujejo na osnovi medsebojnega dogovora (ustnega ali pisnega, povečini verjetno ustnega) z namenom manipulacije.

pridelala izgubo, njen položaj lastništva pa je v bistvu še vedno enak. Izguba se lahko šteje celo kot davčna olajšava, kar pomeni, da se oseba z navideznim poslom izogne plačilu davka, poleg tega pa ji država, karikirano, to še plača. Pridelana izguba znotraj enega leta je v Sloveniji lahko uveljavljena kot davčna olajšava, a le če je pri enem vrednostnem papirju pridelan dobiček, pri drugem pa izguba. Dobitek je potem enak razliki med dobičkom in izgubo. Čiste izgube iz trgovanja z vrednostnimi papirji oseba ne more uveljavljati kot davčno olajšavo.

»Nepravilno sklenjen posel« (»Improper matched orders« ali le »Matched orders«)

»posli, ki se sklenejo na podlagi naročil za nakup in prodajo, ki se vnesejo v sistem trgovanja ob istem času oziroma zaporedno, ob enaki ceni in enaki količini za račun oseb, ki so medsebojno povezane, oziroma ki delujejo usklajeno tako, da se takšna naročila in nasprotna naročila teh oseb med seboj oziroma navzkrižno izvršijo« (druga alineja prve točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Vnos naročil za nakup in prodajo ter sklepanje poslov, tudi ob istem času oziroma zaporedno in ob enaki ceni in enaki količini, je v borzni praksi običajna stvar. Vendar zakaj so potem takšni posli problematični? Bistvo je to, da gre tu za nepravilno/nedopustno²⁹ sklenjen posel. In sicer zato, ker gre za skoraj enak posel kot pri navideznih poslih, le da gre tu za povezane osebe oziroma za dogovor oseb glede izvedbe takega posla. Delujejo enako kot ena oseba pri navideznem poslu, le da se zavarujejo z dejansko spremembo lastništva. Takim poslom lahko rečemo tudi »povratno trgovanje« (»Round-trip trading«), kjer gre za »kroženje vrednostnih papirjev po skupini medsebojno dogovorjenih oseb z namenom manipulacije« (Hren, 2003:1434) dveh ali večih oseb in so sklenjeni na podlagi naročil za nakup in prodajo vnešenih v sistem trgovanja, ob istem času, ob enaki ceni in enaki količini. Na organiziranem trgu lahko te osebe edino na ta način zagotovijo, da vrednostne papirje res prodajo ena drugi in preprečijo, da bi lastniki teh vrednostnih papirjev zaradi računalniškega povezovanja ponudbe in povpraševanja postale tretje osebe. Pri tem poslu pa gre v bistvu za to, da povezane osebe druga drugi prodajo/ažo iste vrednostne papirje, ponavadi z namenom

²⁹ Menim, da je boljši prevod nedopustno sklenjen posel, saj prevod nepravilno sklenjen posel poraja vprašanja, zakaj bi bil to nepravilno sklenjen posel sam po sebi, saj posel ni bil sklenjen nepravilno, bil je sklenjen povsem pravilno glede tehnične sklenitve posla. Pa tudi glede medsebojne povezanosti oseb. Vsak aplikacijski posel je sklenjen na podlagi dogovora oseb. Res da beseda medsebojna usklajenost oseb predpostavlja namen zavajanja, toda vseeno bi bilo morda bolje, če rečemo nedopustno sklenjen posel ravno zaradi tega momenta medsebojno usklajenega delovanja.

ustvarjanja napačne predstave o številu transakcij na nek določen dan. Tak posel napihuje vtis o prometnosti vrednostnega papirja, kar daje ostalim investitorjem informacijo, da je vrednostni papir profitabilen in da se ga splača kupiti.

Če borzni posrednik ve, da je naročilo za prodajo in nakup izravnavajujoče (da so pri npr. istem borznem posredniku povezane osebe naročile nakup in prodajo ob istem času, ceni in količini) je to »krožno trgovanje« (»circular trading«). Tako »round-trip« in »circular trading« razmejujejo v ZDA (www.investopedia.com).

»Barvanje traku« (»Painting the tape«)

»sklepanje večjega števila poslov, ki se javno objavljajo, da se ustvari vtis o prometnosti oziroma o gibanju cene finančnega instrumenta« (tretja alineja prve točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Zavajajočo predstavo o prometnosti finančnega instrumenta je mogoče dajati tudi preko javno objavljenih tečajnic z različnimi že prej manipulativnimi dejanji z namenom zvabiti ostale investitorje v nakup ali prodajo vrednostnega papirja.

» Scheme napihovanja in spuščanja«, » Scheme spuščanja in pobiranja« (»Pump and dump schemes« in »Poop and scoop schemes«)

»druge aktivnosti osebe ali več oseb, ki delujejo usklajeno, s katerimi te osebe povzročijo ali bi lahko povzročile umeten dvig oziroma padec cene določenega finančnega instrumenta, da bi nato po tej ceni množično prodajale oziroma kupovale ta finančni instrument ali drug finančni instrument, katerega cena je odvisna od cene tega finančnega instrumenta« (četrti alineja prve točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Pri tem poslu, kot že sam opis posla pove, gre za to, da ena ali več oseb z umetnim dvigom cen oškoduje/jo druge tako, da najprej kupi/-jo določen vrednostni papir, nato pa ga po priporočilu drugim investitorjem za nakup tega istega vrednostnega papirja, začnejo prodajati. Ko se začnejo ostali investitorji zaradi priporočila za ta vrednostni papir zanimati in ga kupovati, ga ti pri neki višji ceni prodajo, kar se odrazi v spustu cene, za ostale investitorje pa to pomeni izgubo, saj so začeli kupovati po priporočilu. En ali več investitorjev, odvisno od

»uspeha« manipulacije, zagotovo utрпи izgubo. Višina izgube, ki jo utrpijo, pa je odvisna od tega, ali so začeli kupovati malo po manipulaciji ali že skoraj pred vrhom cene. Če so poleg tega, nestrpni, saj se ponavadi taka manipulacija odraža v dvigovanju in potem naglem spustu cene (ta pogosto pade celo pod vrednost, ki jo je vrednostni papir imel pred manipulacijo), je lahko izguba še večja.

Če manipulator/ji umetno spušča/jo ceno, z npr. razširitvijo napačne informacije ali govorice, in so pri tem uspešni, cena vrednostnemu papirju lahko pade. Manipulatorji pa začnejo pri tej novi, nižje vzpostavljeni, zmanipulirani ceni, te iste vrednostne papirje kupovati in počakajo, da trg sam vzpostavi realno ceno. V bistvu so dosegli to, da so kupili vrednostne papirje po nižji, diskontirani ceni (V ZDA imenujejo tako ravnanje »poop and scoop« («spusti in poberi«).

»Umetno povečanje ponudbe ali povpraševanja« («Advancing the bid« in »advancing the demand«)

»umetno povečanje ponudbe oziroma povpraševanja po določenem finančnem instrumentu, s katerim se vpliva oziroma želi vplivati na dvig oziroma padec njegove cene oziroma ustvarjanje vtisa, da je navidezna prometnost razlog za dvig oziroma padec njegove cene« (peta alineja prve točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Pri umetnem povečanju ponudbe ali povpraševanja z namenom vplivanja na dvig oziroma padec cene se ponovi že prej opisana želja vplivati na prometnost. Z vplivanjem na prometnost se lahko vpliva na ceno na različne načine. Ta posel govori izrecno o vplivanju na prometnost preko umetno povečane ponudbe ali povpraševanja. Umetno povečanje ponudbe se lahko sproži npr. z dajanjem velikih števil naročil za prodajo nekega finančnega instrumenta ali z enkratnim naročilom za prodajo velikega števila enega ali več finančnih instrumentov. S tem se cena vrednostnega papirja zniža, saj povečana ponudba daje ostalim investitorjem vtis, da se z vrednostnim papirjem oziroma izdajateljem vrednostnega papirja nekaj dogaja (npr. slabo poslovanje). To se lahko odrazi v prodajanju teh vrednostnih papirjev tudi ostalih investitorjev. Ker oseba, ki manipulira ve, da se s papirjem npr. ne dogaja nič slabega, začne ta isti papir pri nizki ceni kupovati nazaj ter na ta način dobi dobre papirje, ki so vredni več, kot je zanje plačala.

Enako, le v obratni smeri je pri umetnem povečanju povpraševanja. Dajanje naročil ali enkratno naročilo za nakup velikega števila delnic lahko pri ostalih investitorjih vzbuja vtis, da je povpraševanje po tem papirju veliko zaradi nekega utemeljenega razloga. Po njem lahko zaradi tega začnejo povpraševati tudi ostali, kar ceno še zvišuje. Ko imajo tržni manipulatorji »profita dovolj«, začnejo papir prodajati, s čimer ogoljufajo³⁰ ostale investitorje, saj so ti kupili vrednostni papir po višji ceni, kot bi bila njegova realna cena, če manipulacije ne bi bilo. Umetno povečanje povpraševanja se lahko sproži tudi le z govoricami, ki »obljubljajo«, z načrtovanim spuščanjem lažnih informacij v javnost, z marketingom,.. itn. En manipulativen posel lahko obsega več oblik ali tehnik manipulacije hkrati. Da bi si tržni manipulatorji zagotovili gotov in pomemben učinek na povečanje ponudbe ali povpraševanja, ob trgovanju pogosto uporabijo še informacijsko manipulacijo .

Naslednje opisana posla sta ravnanja v zvezi s trgovanjem z namenom vplivanja izključno na ceno vrednostnega papirja.

»Uganjanje trga v kot« (»Cornering the market«) in »Nasilno stiskanje« (»Abusive« in »Short squeeze«)

»ravnanje osebe ali oseb, ki medsebojno usklajeno delujejo, da bi si zagotovile prevladujoč položaj na strani ponudbe ali povpraševanja po finančnih instrumentih, in s tem možnost posrednega ali neposrednega vpliva na določitev nakupnih ali prodajnih cen oziroma nastanek nelojalnih, neenakih ali manj ugodnih pogojev trgovanja« (druga točka tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Pri taki obliki posla si osebe na osnovi medsebojno usklajenega delovanja zagotovijo prevladujoč položaj na strani ponudbe ali povpraševanja. Prevladujoč položaj na trgu je običajno lažje zagotovljen na osnovi medsebojno usklajenega delovanja, saj je na taki osnovi običajno zagotovljena tudi večja količina kapitala.

Pri uganjanju trga v kot skuša manipulator skozi nakup vrednostnega papirja pridobiti zadostno količino vrednostnega papirja, da lahko manipulira z njegovo ceno. Zadostna

³⁰ Zato se vedno (strokovnjaki, finančni novinarji,...) poudarja, da naj investitorji ne reagirajo na vsako spremembo na trgu in začno »panično« prodajati vrednostne papirje ali jih kupovati, čeprav se je včasih zgodilo, da so potem izgubili še več, če tega niso storili. Za investitorje je vedno delikatno, kako v takšnih situacijah reagirati, saj ne vedo natanko, kaj se dogaja.

količina mu zagotovi prevladujoč³¹ monopolni položaj na strani ponudbe. Monopolist pa lahko zelo enostavno vpliva na ceno, in sicer tako, da dobrine ne prodaja pod nižjo ceno, kot želi sam. Trg je ugnan v kot s tem, ko oseba ve, da bodo ostali udeleženci trga »morali« kupovati vrednostni papir od nje po višji ceni. Povpraševanje lahko tudi sama povečuje z učinkovitim marketingom, običajno pa že pomanjkanje dobrine na trgu, ceno zvišuje, seveda ob prisotnem povpraševanju. Položaj je lahko tudi tak, da želi manipulator prodati že akumulirane delnice po visoki ceni. V prvi fazi začne kupovati še dodatne vrednostne papirje, s čimer ceno vrednostnega papirja dvigne, v drugi fazi pa vse vrednostne papirje prodaja po visoki, manipulativno zgenerirani ceni.

»Nasilno stiskanje« je situacija, v kateri ceno vrednostnega papirja dvigujeta pomanjkanje ponudbe in pretirano povpraševanje. Do zagotovitve prevladujočega položaja na strani povpraševanja lahko pride oseba s konstantnim povpraševanjem. S tem ko oseba neprestano povprašuje oziroma kupuje, ostali tržni udeleženci dobivajo dezinformacijo, da je vrednostni papir vreden več, kot je v resnici. Če se zgodi to, da ostali investitorji osebi »verjamejo«, jim le ta začne ob napihnjeni ceni vrednostni papir le prodajati. To je neke vrste uganjanje trga v kot, ni pa še sama uganitev. Do uganitve trga v kot pride, ko ima oseba že dovolj vrednostnih papirjev, da lahko vpliva na ceno zaradi prevladujočega položaja na strani ponudbe. Taka situacija je še bolj pereča takrat, kadar so »v igri« tudi udeleženci, ki »trgujejo na kratko³²«. Ko ti ugotovijo, da cena raste, želijo pokriti svojo »kratko pozicijo«, zaradi česar začno vrednostne papirje kupovati, kar začno početi tudi ostali trgovci na kratko, to pa ceno še bolj dvigne. Manipulacija z namenom iztiska prodajalcev na kratko se imenuje »short squeeze«. Čista oblika zagotovitve prevladujočega položaja na strani povpraševanja pa bi bila, kadar so osebe dejansko osredotočene samo na povpraševalno stran, in sicer v primeru, ko bi se pri na primer manj likvidnem vrednostnem papirju dogovorile, da se pri povpraševanju ne bodo preHITEvale, kar lahko vodi v dvigovanje ponujene cene na strani ponudbe (dr. Neven Borak).

³¹ Pridobitev prevladujočega položaja na strani ponudbe je »...doseganje kontrole nad pomembnim delom ponudbe, pri čemer je potrebno besedno zvezo »pomemben del ponudbe« relativizirati v razmerju do povprečja dnevnega obsega trgovanja s posameznim vrednostnim papirjem.« (Hren, 2003:1434)

³² »Trgovanja na kratko« ali »šortanje« (»short selling«) v Sloveniji ne poznamo, je pa močno prisotno v ZDA, in sicer gre za sposajo vrednostnih papirjev pri borznem posredniku. Te vrednostne papirje prodajalec na kratko na trgu vrednostnih papirjev proda, hkrati pa računa na padec cene sposojenega vrednostnega papirja. Ko cena pade, vrednostne papirje kupi in jih vrne borznemu posredniku (pokrije svojo kratko pozicijo, v bistvu svoj dolg). Razlika med višjo prodajno in nižjo nakupno ceno vrednostnega papirja je njegov dobiček. Prodajalec na kratko v bistvu računa na dobiček pri medvedjem trendu sposojenih finančnih instrumentov. »Long selling« na drugi strani je ustaljeno trgovanje, in sicer računanje na dvig cene vrednostnega/ih papirja/ev.

Omejitev dnevnega dviga ali spusta cene za največ 10% na slovenski borzi taka ravnanja omejuje, saj se ob 10% dvigu ali spustu cene trgovanje s finančnim instrumentom ustavi, dokler izdajatelj tega finančnega instrumenta ne pojasni, kaj se z njegovim finančnim instrumentom dogaja. A že 10 % dvig ali spust cene finančnega instrumenta je lahko za manipulatorja dovolj v smislu finančne koristi (Mastnak, ostali viri). Toda taka omejitev velja le za borzno kotacijo, za prosti trg ne. Na prostem trgu so finančni instrumenti tudi bolj nelikvidni, kar manipulacijo otežuje (Mastnak, ostali viri).

Naslednje ravnanje je povezano s časovno dimenzijo trgovanja.

»Vplivanje na zaključni tečaj« (»Marking the close«)

»ravnanja opravljena v zanje značilnih časovnih obdobjih, kot je kupovanje oziroma prodajanje finančnih instrumentov tik pred koncem trgovalnega dne, s katerimi se zavaja tiste investitorje, ki sprejemajo naložbene odločitve na podlagi oblikovanih zaključnih tečajev finančnih instrumentov« (četrta točka tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Vplivanje na zaključni tečaj je prodajanje ali kupovanje finančnega instrumenta v časovnem obdobju tik pred koncem trgovalnega dne z namenom prekrojiti zaključno ceno finančnega instrumenta. Kupovanje oziroma prodajanje po visokih cenah zaključni tečaj zvišuje, po nižjih znižuje, vplivanje na zaključni tečaj pa zavaja predvsem investitorje, ki sprejemajo naložbene odločitve na podlagi zaključnih tečajev tj. cenah prejšnjega dne.

Naslednje opisani posli se nanašajo predvsem na posredovanja ali razširjanja zavajajočih informacij ali mnenj (o lastnostih finančnega instrumenta ali o izdajatelju finančnega instrumenta).

»Predtek« (»Frontrunning«)

»pridobitev določenega finančnega instrumenta za svoj račun, še preden se nakup le-tega priporoči tretji osebi, pri čemer se nato tej osebi proda ta finančni instrument po dvigu cene na trgu ter s tem doseže dobiček na račun lastnega zavajajočega nasveta za nakup« (prva alineja pete točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Predtek je vsako ravnanje osebe, pri katerem le ta ve, da bo v prihodnosti trgovanje druge osebe, velikega obsega in ki v skladu s tem vedenjem kupi finančni instrument pred tem poslom. Dostikrat se je predtek očital borznim posrednikom, ki imajo dostop do informacij takega značaja (naročila strank), so svetovalci strankam in imajo »globinski« pogled v BTS (gibanje ponudbe in povpraševanja).

»Govorice« (»Spreading false rumours«)

»posredovanje oziroma razširjanje napačnih ali zavajajočih govoric oziroma informacij o določenem finančnem instrumentu ali izdajatelju finančnega instrumenta, pred oziroma po pridobitvi takšnega finančnega instrumenta za svoj račun, ki ima za posledico padec oziroma dvig cene tega finančnega instrumenta in izkoriščenje tako oblikovanih nižjih oziroma višjih cen za doseganje dobička za svoj račun, če se sočasno na primeren in učinkovit način javno ne objavi nasprotje interesov, povezano s pridobitvijo tega finančnega instrumenta« (druga alineja pete točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

»Izmišljevanje dejstev« (»Making untrue statements of material facts«)

»razširjanje napačnih ali zavajajočih izjav o dejstvih, ki se nanašajo na določen finančni instrument ali izdajatelja« (tretja alineja pete točke tretjega odstavka 248. člena ZTVP-1).

Pri poslih, ki vključujejo razširjanje zavajajočih ali napačnih informacij, so tarča manipulacij predvsem investitorji, zato bi bilo v zakonsko definicijo manipulacije treba izrecno vključiti zavajajoče informacije namenjene investitorjem (Hren, 2003:1441). Zavajajoče ali napačne informacije lahko vplivajo na ponudbo, povpraševanje, ceno ali prometnost. Zakon prepoveduje širjenje takšnih informacij prek vseh medijev, tudi interneta³³. Vključuje tudi razširjanje napačnih ali zavajajočih novic, s čimer je v mogoče ravnanje manipulacije vključeno tudi novinarsko poročanje.

Tržna manipulacija pomeni za investitorja škodo, bodisi, »ker je vrednostne papirje prodal po, zaradi manipulacije, (umetno) nižji ceni, bodisi, ker jih je kupil po, zaradi manipulacije, (umetno) višji ceni« (Hren, 2003:1444). Za investitorje je manipulacija težavna predvsem z

³³ Internet je postal priljubljen medij za razširjanje zavajajočih informacij, tako z oglasi, kot z internetnimi klepetalnicami, itd...

vidika težke ali skoraj nemogoče povrnitve škode. V primeru civilne tožbe bi mu bilo težko dokazati protipravnost manipulatorja, ker nima pristojnosti in pooblastil za pridobivanje podatkov kdaj je bil posel sklenjen, kako je poslovanje potekalo, kdo so stranke poslov in podobne informacije, ki so pomembne za sklepanje, ali je šlo pri posameznem poslu za manipulacijo ali ne.

3.1.2.1.1 Mehanizmi ZTVP-1 za preprečevanje tržne manipulacije

Manipulacija je lahko izvrševana s strani različnih subjektov. Sankcije za tržno manipulacijo so izražene v globah, ki so za pravne osebe od 20 do 90 mio SIT, fizične osebe 200.000 do 900.000 SIT (398.člen ZTVP-1) in 20 do 90 mio SIT za borzno posredniške družbe (393.člen ZTVP-1). ZTVP-1 za nadzor nad kršitvami pooblašča ATPV, ki lahko z namenom preprečitve ali odkritja tržne manipulacije zahteva ustrezna pojasnila, podatke in dokumentacijo³⁴ od oseb, ki neposredno sodelujejo pri sprejemanju in posredovanju naročil za nakupe ali prodaje finančnih instrumentov, za katere se sumi ali je že ugotovljeno, da so bili tržno manipulirani. Te podatke lahko zahteva od izdajateljev finančnih instrumentov, od vseh fizičnih in pravnih oseb, ki bi lahko vedele za kršitve prepovedi tržnih manipulacij, od zaposlenih in članov uprav v teh pravnih osebah in od borzno posredniških družb (Hren, 2003:1449). Agencija lahko sproži začetek postopkov tudi pred policijo, državnim tožilstvom, Banko Slovenije, pri pristojnem organu za zavarovalni nadzor, organu za preprečevanje pranja denarja, pri Borzi, KDD in pri organih za nadzor v drugih državah članicah, kjer ATPV nima pristojnosti (278.člen ZTVP-1).

Agencija lahko borzno posredniški družbi ali borznemu posredniku ob kršitvi manipulacije odvzame dovoljenje, toda ZTVP-1 pri odvzemu dovoljenja borzno posredniški družbi ni dosleden, saj dopušča možnost stopnjevanja ukrepa³⁵ pri ugotovitvi suma tržne manipulacije,

³⁴ Lahko zahteva dostop do kateregakoli dokumenta ali njegove kopije, opravi pregled poslovanja, zahteva izpiske telefonskih števil, na katere je bilo klicano oziroma s katerih je bil klican uporabnik telefona (tudi od telekomunikacijskega operaterja), osebam, za katere je ugotovljena ali se jim skuša preprečiti kršitev tržne manipulacije, lahko odredi prenehanje vseh aktivnosti, ki imajo po 248. členu značilnosti tržne manipulacije, odredi lahko zaustavitev trgovanja s takim finančnim instrumentom, lahko pozove osebe, ki bi lahko karkoli vedele o posamezni kršitvi prepovedi tržnih manipulacij na informativni pogovor, lahko vloži zahtevek na sodišču za odreditev začasne prepovedi izplačila sredstev, zamrznitev ali zaseg premoženja teh oseb.

³⁵ Ukrepi agencije za kršitve borzno posredniške družbe so: odreditev odprave kršitev, odreditev dodatnega ukrepa, začasna prepoved opravljanja dejavnosti, odvzem dovoljenja (kršitev varovanja zaupnih podatkov, tržna manipulacija, uporaba notranjih informacij, pridobitev dovoljenja z navajanjem neresničnih podatkov, itn...(205. člen ZTVP-1)) (201.člen ZTVP-1), pogojni odvzem dovoljenja (206.člen ZTVP-1), preklic pogojnega odvzema dovoljenja (207.člen ZTVP-1) in javni opomin (208.člen ZTVP-1).

hkrati pa tržno manipulacijo uvršča med kršitve, za katere je predpisana najstrožja kazen, tj. odvzem dovoljenja (205.člen ZTVP-1). Gre za pravno neskladje, ker je pri eni določbi tržna manipulacija uvrščena med kršitve za odvzem dovoljenja, pri drugi določbi pa je omogočeno stopnjevanje ukrepa za kršitev, ki je že prej določena kot hujša (Hren, 2003:1443). Morda bi morali specificirati hujše in lažje oblike manipulacije, da ne bi bilo tega pravnega neskladja. Edina alternativa odvzemu dovoljenja je javni opomin. Možnost npr. začasne prepovedi opravljanja storitev borzno posredniški družbi ob sumu manipulacije, ATPV nima. Določba o začasni prepovedi opravljanja storitev (204.člen ZTVP-1), manipulacije ne zajema kot kršitve, nad katero bi lahko bila taka sankcija sploh uveljavljena. Lahko pa bi prepustili ATPV celoten nabor ukrepov in je sploh ne omejevali. Borznemu posredniku lahko ATPV ob ugotovljeni kršitvi tržne manipulacije odvzame dovoljenje brez takih pravnih dilem.

Manipulacija se lahko izrazi v mnogih pojavnih oblikah kombinirana tudi z zlorabo notranjih informacij, ponarejanjem poslovnih listin, obstaja verjetno neskončno število oblik manipulacije, katerih razlogi so lahko različni od davčne narave do goljufije, skupni imenoalec vsem oblikam pa je in bo verjetno vedno ostal enak – finančna korist (Hren, 2003:1448). Problematična je za odkrivanje, saj je lahko tudi zelo subtilna in ne preagresivna, zaradi česar je še težje prepoznavna.

3.1.2.2 Prepoved uporabe notranjih informacij

Temeljno vprašanje pri obravnavi uporabe notranje informacije je, zakaj uporaba notranjih informacij na trgu vrednostnih papirjev škodi malemu investitorju (kot tudi ostalim investitorjem na trgu, ki je nimajo). Škodi jim zato, ker je sami ne vedo, zaradi česar nimajo možnosti odločiti se, ali bi ta informacija zanje pomenila, da bi vrednostni papir prodali, kupili ali ne naredili nič, hkrati pa lahko vrednostni papir neposredno kupijo ali prodajo od »insiderja«³⁶ ali »insiderju«, ki za to informacijo ve.

Notranja informacija je po ZTVP-1 definirana naslednje:

»Notranja informacija je vsaka natančna informacija, ki se nanaša posredno ali neposredno na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, ki še ni postala dostopna javnosti oziroma, ki še ni bila javno objavljena, in ki

³⁶ Notranja oseba.

bi, če bi postala znana javnosti, verjetno imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov oziroma na ceno iz njih izvedenih finančnih instrumentov» (275.člen ZTVP-1).

Notranja informacija je torej informacija, ki je natančna in ki bi, če bi bila znana javnosti, imela pomembnejši vpliv na ceno finančnega instrumenta, zaradi česar jo v praksi imenujejo tudi »cenovno občutljiva informacija«. Take informacije so natančne, kadar vključujejo obstoječa dejstva ali okoliščine, dejstva ali okoliščine, za katere se lahko utemeljeno pričakuje, da bodo nastopili, ali dogodek, ki se je ali za katerega se lahko utemeljeno pričakuje, da se bo zgodil. Za te informacije pa se hkrati utemeljeno meni, da bi imele, če bi bile javno objavljene, vpliv na ceno finančnega ali izvedenega finančnega instrumenta (drugi odstavek 275.člena ZTVP-1). V praksi so to običajno informacije, ki zadevajo tekoče poslovanje izdajatelja ali njegov trenutni finančni položaj,³⁷ kot tudi informacije, ki zadevajo pomembnejše poslovne dogodke (morebitni prevzemi, združitve ali druge informacije, ki bi na temelju drugačne porazdelitve kapitala družbe utegnile vplivati na poslovno politiko podjetja)³⁸.

Iz spodnjega primera je razvidno, zakaj so take informacije cenovno občutljive. Če se podjetje oziroma uprava odloči, da bo npr. spremenila politiko dividend³⁹ (da bo dividendo npr. zmanjšala ali morda preskočila), oseba, ki ima notranjo informacijo, prvotno ve, da se je podjetje tako odločilo, morda pa celo, zakaj se je podjetje tako odločilo. Če se je tako odločilo zaradi potrebe po sredstvih, ker je npr. prezadolženo, da bi lahko v roku odplačalo svoje obveznosti, je to za investitorje vsekakor pomembna informacija. Zmanjšanje ali preskočitev izplačila dividende lahko pošlje investitorjem negativen signal. S tem lahko podjetje negativno vpliva na delničarska pričakovanja, ki si sliko glede prihodnjih razvojnih možnosti podjetja ustvarjajo na podlagi gibanja dividend. Delničarjem lahko pokvarijo finančne načrte, zaradi česar jih ti uvrstijo med nestabilna podjetja. To pa lahko vpliva na padec cene vrednostnega papirja tega izdajatelja (Antunović, 1999:196). »Insider« lahko vrednostni papir proda pred drugimi po višji ceni, kot bi ga, če bi imeli te informacije tudi drugi. Pri nas se

³⁷ Sprememba glede politike dividend, dobri ali slabi poslovni rezultati, trenutno stanje v podjetju, spremembe lastniške strukture, načrtovane ali ravno izpeljane investicije.

³⁸ Kar je v oklepaju in opombi 39 povzeto po Metež (Metež, 2002:2).

³⁹ O politiki dividend obstaja široka teorija. Politika dividend, kot vprašanje uporabe oziroma razdelitve bilančnega dobička oziroma optimalna politika dividend, je še danes za finančne ekonomiste nerešeno vprašanje. Koliko dividend naj podjetje izplača, ali naj bo višina dividende stalna ali naj se spreminja so vprašanja, ki so še vedno aktualna, toda v praksi se finančniki v podjetjih običajno strinjajo, da je glavno vodilo dividendske politike vseeno neka stabilnost dividend in da je spreminjanje politike dividend nezaželeno, razen, če ni to nuja. (Antunović, 1999:188)

sicer redko zgodi, da bi zaradi manjše dividende investitorji vrednostne papirje množično prodajali, lahko pa je zmanjšanje ali preskočitev dividende signal za prodajo. Prodaja vrednostnega papirja zaradi preskočene dividende je lahko vezana na pričakovan dohodek, ki bi bil manj obdavčen kot kapitalski dobiček in zato ti nočejo čakati na nek realiziran pričakovan donos iz prodaje, ampak jim dividenda pomeni višji donos, povezan z manj stroški.

Naslednje vprašanje, ki se zastavlja, je, zakaj ostali investitorji na trgu, notranjih informacij ne vedo. Ne vedo jih zato, ker so to informacije, ki nastajajo znotraj podjetja in ki jih podjetje proizvaja kot sestavni del poslovne politike. Povsem normalno je, da ne morejo biti v istem trenutku, ko je bila neka odločitev sprejeta, znana tudi ostalim investitorjem na trgu. To je skoraj fizično nemogoče, lahko pa so informacije znane v čim krajšem možnem času. Po 66. členu ZTVP-1 bi morale biti take informacije javnosti sporočene nemudoma, »saj naj bi tečaj vrednostnega papirja odseval skup vseh javnih (in notranjih informacij) informacij o posameznem izdajatelju« (Hren, 2003:1440). To bi bil najbolj realen tečaj, če odmislimo pričakovanja ljudi, ki ga ravno tako ustvarjajo in ki bi v vsakem momentu odseval realno ceno finančnega instrumenta. Čim bolj realna cena finančnega instrumenta pa je pomembna zato, da bi se lahko investitorji naložbeno čim bolj pravilno odločali. Svoje prihranke bi usmerjali tja, kjer bi bili v določenem trenutku najbolj potrebni za nadaljnje investicije in s tem v idealnih pogojih v razvoj. Prihranki bi se torej razporejali ekonomsko učinkovito. V idealnih pogojih bi makroekonomsko takojšnje sporočanje cenovno občutljivih informacij omogočalo nenehno prerazporejanje sredstev tja, kjer naj bi se v danem momentu ekonomsko najučinkoviteje tudi porabliali. Čim bolj so cene finančnih instrumentov realne, večja je torej tudi učinkovitost trga kapitala. Vse to pa je v interesu države, saj čim učinkovitejša alokacija kapitala pomeni tudi gospodarsko rast in družbeno blaginjo.

Nekateri zagovorniki deregulacije poslovanja na podlagi notranjih informacij (Henry Manne⁴⁰) menijo, da bi tisti, ki bi trgovali s takimi informacijami s svojim trgovanjem (prodajanjem ali kupovanjem) hitreje pokazali realno ceno finančnega instrumenta in finančni položaj izdajatelja, kot če je to odvisno od izdajateljevega obveščanja. Hkrati pa bi, s tem ko

⁴⁰ Pionir misli o deregulaciji notranjih informacij v svoji knjigi opisuje razloge in učinke deregulacije. Omenjamo njega zaradi pionirstva ima pa tudi naslednike kot sta na primer F. Easterbrook in J. Moore.

bi tisti, ki bi trgovali na podlagi notranjih informacij, prevzeli del spremembe tečaja⁴¹ po objavljeni informaciji na svoja pleča, zaradi česar bi bilo nihanje tečaja po objavljeni informaciji manjše (Metež, 2003:18). Manjše nihanje tečaja je z ekonomskega vidika zaželeno predvsem zaradi s tem povezanega manjšega tveganja, ki ga večja nihanja tečajev vzbujajo pri ostalih investitorjih. Zaradi njihove negotovosti in zmanjšanega zaupanja je nevarnost umika kapitala s trga večja. To je smiselno, toda le, če bi tak »insider« trgoval z veliko količino (Metež 2003:18) (saj trgovanje z majhno količino ne bi imelo vpliva na spremembo tečaja), hkrati pa je vprašljivo tudi, ali bi »insider« sploh hotel spremembo tečaja prevzeti na svoja pleča, saj njegov motiv je maksimizacija dobička, ne da ga deli z ostalimi. Če predpostavimo, da bi bil »insider« solidaren na tak način, da bi imel tako on (malo večji donos kot ostali) kot ostali investitorji korist (hitrejši dostop do informacij skozi gibanje tečaja⁴²), bi se postavilo vprašanje, kateri insider bi to bil. Po vsej verjetnosti bi prišlo do razlik tudi med »insiderji«, kjer bi nekateri menili, da so do uporabe notranje informacije bolj upravičeni kot drugi. Če bi bil to podjetnik, ki v podjetju notranje informacije ustvarja in kreira zaradi svoje narave dela, bi bilo morda pravilno, da je za to tudi nagrajen⁴³, če bi bil to manager, je njegova nagrada kompenzirana že s plačo, menijo kritiki⁴⁴, če pa bi bili to zaposleni, bi bila njihova uporaba neupravičena, čeprav tudi oni prispevajo k ustvaritvi informacije, kar velja tudi za vse ostale, ki v podjetju k informaciji prispevajo (podjetnik ali manager in kdorkoli drug), saj vsi ti do teh informacij ne bi prišli, če ne bi bilo podjetja, ki jim je dostop do informacij omogočilo (Metež, 2003:18). Se pravi informacija pripada podjetju kot pravni osebi⁴⁵. Po mnenju dela teorije je večjo učinkovitost kapitalskih trgov in odpravo dilem v zvezi z regulacijo in deregulacijo mogoče rešiti tudi s takojšnjim javnim razkritjem

⁴¹ Ko bi »insider« kupoval ali prodajal vrednostni papir, bi se to izrazilo v dvigu ali spustu tečaja, ostali udeleženci na trgu bi ga posnemali, kar bi tečaj dvigovalo, po odkritju informacije bi bila tako razlika v doseženem dobičku za »insiderja« manjša, kot če bi trgoval, brez da bi jo tudi drugi vedeli. Toda že zdaj je tako, da če nekdo kar kupuje, mu povečini sledijo, ker menijo, da nekaj ve, čeprav velja načelo, da naj bi kupoval, ko pada in prodajal ko raste, pa vendar. Vprašljivo je vseeno, ali bi mu ostali sledili, saj če mu ne bi, se Manne-ova teorija že v osnovi podre, saj tako »insider« ne bi sprejel del spremembe tečaja nase, temveč celotno spremembo tečaja v »žep«.

⁴² Investitorji z zbiranjem informacij in potem nakupi ali prodajami ustvarjajo tečaj, hkrati pa jim tečaj predstavlja tudi eno izmed informacij. Ostale informacije so še informacije, ki jih podjetja objavljajo kot obvezna poročila letno, polletno ali četrtno, primerjave med podjetji, analiza poročil in nenazadnje lastno sklepanje na osnovi pridobljenih informacij.

⁴³ Zagovorniki deregulacije menijo, da bi bil to primeren način nagrajevanja podjetnikov, saj oni informacije kreirajo, s čimer so ustvarjeni pogoji za dobiček podjetja.

⁴⁴ Kritiki postavljajo vprašanje, zakaj bi morali imeti podjetniki korist tudi ob negativnih novicah, saj bi takrat delnice prodali in preložili škodo na pleča drugih. To ugotavlja tudi sam Manne.

⁴⁵ Ker so za ustvarjanje informacije potrebna sredstva, pripada informacija tistemu, ki jo je financiral, torej podjetju. Zaposleni za svoje delo dobivajo plačo, nagrajevanja za dosežke zaposlenim, ki bi podjetju prinesli možnost dobička, pa so stvar managerske politike vodenja zaposlenih oziroma politike upravljanja s človeškimi viri, se pravi stimulacij, nagrad za inovacije, itn. in je, se pravi, to potem bolj stvar karakterja in zavesti managerja kot pa pravice kateregakoli zaposlenega, da si informacijo prisvoji.

vseh pomembnih informacij (Špec v Metež, 2002:20). S tega stališča je torej pravočasno, javno in popolno predstavljanje vseh informacij, ki bi lahko vplivale na tečaj posameznega papirja, bistvenega pomena za trg vrednostnih papirjev ter zaupanje investorjev (Hren, 2003:1440).

Notranje informacije so notranje in so pred obveznim razkritjem javnosti znane le ozkemu krogu ljudi. To so informacije, ki naj bi jih čimprej vedela tudi javnost (razen, če bi takojšnja javna objava informacije resno ogrozila upravičene interese⁴⁶ družbe, je lahko podjetje s strani ATPV pod posebno izpolnjenimi pogoji⁴⁷ oproščeno takojšnje objave take informacije (tretji odstavek 66. člena ZTVP-1)). Dokler javnost teh informacij ne pozna, obstaja časovna vrzel, v kateri jo lahko tisti, ki jo poznajo, izkoristijo za pridobitev lastnega dobička. Prepoved uporabe notranje informacije velja za vse osebe. Nihče ne sme pridobiti finančnih instrumentov na podlagi notranjih informacij, razpolagati z njimi na osnovi notranjih informacij, poskusiti pridobiti ali razpolagati s finančnimi instrumenti za svoj račun ali račun tretje osebe (prvi odstavek 276. člena ZTVP-1). To velja za vse osebe, ki so jim notranje informacije neposredno dostopne, torej člani uprav, člani nadzornih svetov ali prokuristi,⁴⁸ udeleženci v kapitalu javne družbe, osebe povezane s podjetjem zaradi izvrševanja delovnih ali poklicnih nalog in tisti, ki pridejo do notranje informacije na osnovi kaznivega dejanja⁴⁹. Ostale osebe, ki jim dostop do notranjih informacij ni neposredno dostopen, lahko pa imajo oziroma dobijo vpogled v notranje informacije so tiste, ki niso del podjetja, a notranje informacije zaradi poznavanja določenih dejstev vedo, in tiste osebe, ki bi zaradi poznavanja določenih dejstev morale vedeti, da je informacija, ki jim je znana, notranja informacija (drugi, tretji, šesti in sedmi odstavek 276. člena ZTVP-1). Tudi njim je uporaba notranjih informacij prepovedana. Hkrati pa tudi nihče, ki ima notranje informacije, teh ne sme razkrivati tretjim osebam ali na podlagi njih priporočati ali kako drugače koga napeljevati k pridobitvi ali k razpolaganju s katerimikoli finančnimi instrumenti, na katere se te informacije nanašajo (peti odstavek 276.člena ZTVP-1).

⁴⁶ Upravičen interes so npr. pogajanja v teku, katerih potek bi bil zaradi javnega razkritja informacij kakorkoli moten ali kakršnikoli pravni posli družbe sprejeti s strani uprave, ki potrebujejo potrebna soglasja še drugega organa te iste družbe (66. člen ZTVP-1) in bi javno razkritje informacij o potrebnosti pridobitve tega soglasja lahko poslalo neželen signal oziroma signal, ki bi lahko investorjem pomenil negativno cenovno občutljivost, a je po izdajateljevem mnenju nima.

⁴⁷ Npr. zagotovitev, da gre le za časovni odlog, da informacije niso v nasprotju z javnim interesom, zagotovitev, da v tem času ne bodo pricurljale v javnost,...itd (tretji odstavek 66.člena ZTVP-1,

⁴⁸ Posebni pooblaščenici za opravljanje poslov pravne osebe z nekaterimi izjemami pooblastil vendar širšimi pooblastili kot splošni pooblaščenici.

⁴⁹ Več o tem ob obravnavi zlorabe notranje informacije po Kazenskem zakoniku RS.

Za investitorje je poslovanje na podlagi notranjih informacij škodljivo, ker različne investitorje neupravičeno postavlja v neenakopraven položaj. Takšen privilegiran položaj je neupravičen, ker ni pridobljen z delom in trdom pridobiti informacijo (Lippke v Metež 2003:14). Nekateri avtorji se s tem ne strinjajo. F. Easterbrook in J. Moore pravita, da bi se »outsiderji«⁵⁰ lahko odločili za kariero managerja in tako prišli do notranjih informacij, »outsiderji« bi morali torej narediti drugačno odločitev glede kariere (Metež, 2002:15). Po njunem mnenju imajo vsi enak položaj v »štartu«. Po mojem mnenju to ni res, saj nimajo vsi enakih možnosti že v »štartu«. Otrok ni kriv, da se je rodil staršem, ki mu npr. študija ne morejo financirati. Po njunem mnenju pa si je vsakdo kriv sam, da nima notranjih informacij, saj se ni dovolj potrudil, da bi prišel do kariere managerja. Pa četudi bi bilo tako, da naj bi imel vsak enake možnosti kariere managerja, se postavi vprašanje kaj bi toliko managerjev na trgu počelo. Na trgu vrednostnih papirjev se trguje predvsem na osnovi informacij oziroma skoraj izključno samo na osnovi informacij. Kar je bistveno po mojem mnenju, je, da bi morali imeti vsi udeleženci enake možnosti ob vstopu v neko situacijo in tako imeti na trgu vrednostnih papirjev vsi enake možnosti glede izkoriščanja neke informacije. Če določena informacija še ni posredovana javnosti, naj se tudi ne bi izkoristila s strani tistih, ki jo že imajo. Če vključimo osnovno načelo trga, da je potrebno nekomu vzeti, da se dobi, je jasno, da je uporaba notranje informacije neenakopraven položaj, saj v tem primeru je vzeto tistemu, ki v tem primeru ni bil privilegiran⁵¹. Tudi Smithova popolna konkurenca, ki naj bi bila kruta in na katero se zagovorniki deregulacije največkrat naslanjajo, pravi, da je popolna konkurenca mogoča le ob enakopravnosti udeležencev na trgu. Enakopravnost udeležencev mora v demokratičnih političnih ureditvah zagotavljati država, ki mora zagotoviti enake možnosti za vse udeležence posameznih razmerij. Razmere, v katerih je posameznikov položaj odvisen od proste odločitve drugega, ali bo z njim delil informacijo ali ne, je po mojem mnenju nesprejemljiva, saj zagovorniki deregulacije trdijo, da bi lahko »outsiderji«, ki bi bili dovolj iznajdljivi, ravno tako prišli do notranjih informacij. Nepravičnost ima širše družbene posledice, v tem konkretnem primeru izgubo zaupanja investorjev v trg vrednostnih papirjev. Pravnikom, katere v pravnih razmerjih zanima šibkejša stranka, se deregulacija že z vidika nepravičnosti po mojem mnenju ne bi zdela primerna. Ekonomisti, ki se zavzemajo za deregulacijo pa bi morali biti pozorni tudi na širše družbene posledice takšnega poslovanja, kljub v določenih situacijah, če te prepovedi ne bi bilo, sigurno lahko

⁵⁰ Tisti, ki nimajo notranje informacije.

⁵¹ Notranjo informacijo imenujejo tudi privilegirana informacija.

tako boljši alokaciji kapitala kot večji učinkovitosti kapitalskih trgov kot pri regulaciji, pa vendar. Izguba zaupanja investorjev zaradi neenakega obravnavanja (s strani države) vzbudi po mojem mnenju v nekem določenem trenutku pri ljudeh upor in v teh konkretnih primerih verjetno tudi potegnitev denarja s trga z mislijo: »Prav. Pač trgujte sami s seboj!«, a verjetno bi »insiderji« kmalu začeli pogrešati priliv kapitala »outsiderjev«. Prepoved poslovanja na podlagi notranjih informacij se je v večini držav zgodila ob večjih borznih ali gospodarskih krizah in z roko v roki z dojemanjem pomena⁵² kapitalskih trgov so države začele zakonsko prepovedovati poslovanje na podlagi notranjih informacij.

3.1.2.2.1 Mehanizmi ZTVP-1 za preprečevanje poslovanja na podlagi notranjih informacij

ZTVP- 1 ima nekaj varovalk, s katerimi skuša preprečiti uporabo notranjih informacij najprej pri osebah, ki so jim informacije neposredno dostopne.

Izdajatelji finančnih instrumentov oziroma njihovi prokuristi so dolžni sestaviti seznam oseb, ki so jim notranje informacije dostopne zaradi opravljanja delovnih, poklicnih ali drugih nalog ali dolžnosti. Ta seznam morajo predložiti ATVP na njeno zahtevo, hkrati pa ga hraniti vsaj pet let od datuma njegove sestave in ga tekoče obnavljati⁵³ (276.a člen ZTVP-1).

Izdelave raziskav, študij, ocen, priporočil in predlaganje naložbenih strategij, ki so posredovane javnosti, morajo biti narejene s strokovno skrbnostjo, predstavljene na pošten način in pod pogoji, da so kategorije oseb, ki jih določi ATVP⁵⁴ in na njeno zahtevo, dolžne priporočilo oziroma predlog naložbene strategije utemeljiti kot razumno (276.b člen ZTVP-1).

⁵² Naraščanje potreb po kapitalu podjetij je spremenil pogled države na borzni trg in posledično povečal pomen ureditve le-tega.

⁵³ Seznam se mora obnoviti ob treh razlogih: ob spremembi razloga uvrstitve določene osebe na seznam, ob uvrstitvi novih oseb na seznam in ob izgubi dostopa določene osebe do notranjih informacij. Podatki, ki jih mora seznam vsebovati, so ime in priimek ali firmo notranje osebe, stalno prebivališče ali sedež, matično številko notranje osebe, firmo in sedež redne zaposlitve, navedbo delovne, poklicne ali druge naloge oziroma dolžnosti, ki jo za to javno družbo notranja oseba opravlja, navedbo pravnega razmerja, razlog uvrstitve notranje osebe na seznam, navedba vrste dostopne/ih notranje informacije in datum, način in nivo pridobitve dostopa do notranjih informacij (276.a člen ZTVP-1).

⁵⁴ To so lahko finančni analitiki, novinarji, osebe (fizične in pravne), ki se poklicno ukvarjajo z izdelavo ali posredovanjem študij, ocen ali drugih informacij o izdajateljih ali finančnih instrumentih, osebe (fizične in pravne), ki se poklicno ukvarjajo z izdelavo ali posredovanjem informacij na podlagi katerih se priporočajo naložbene strategije (prvi odstavek 276.b člena ZTVP-1). Organizacije, ki se ukvarjajo z izdelavo statističnih podatkov, informacij in ocen in ki imajo velik vpliv na finančni trg, imajo enake dolžnosti kot osebe, ki se poklicno ukvarjajo s to dejavnostjo razen, da ATVP od nje ne more zahtevati, da mora predlog ali priporočilo naložbene strategije utemeljevati kot razumnega (četrti odstavek 276.b člena ZTVP-1).

Osebe, ki imajo neposreden dostop do informacij, in osebe, ki so na seznamu oseb, da so jim notranje informacije neposredno dostopne, in z njimi povezane osebe (ožji družinski člani)⁵⁵, morajo ATPV poročati⁵⁶ o vsakem sklenjenem poslu s finančnimi instrumenti, ki so izdani s strani tega izdajatelja, najkasneje naslednji dan po sklenitvi posla (277. člen ZTVP-1). ATPV vzpostavi register takih poslov, ki je dostopen javnosti (peti odstavek 277. člena ZTVP-1). Zakon pa sam izključuje iz obveznosti prijave posla tiste osebe, ki so posel sklenile na organiziranem trgu druge države članice (tretji odstavek 277. člena ZTVP-1).

ATVP lahko z namenom preprečitve uporabe ali odkrivanja kršitev storjenih na podlagi uporabe notranjih informacij zahteva tako kot pri nadzoru kršitev tržne manipulacije ustrezna pojasnila, podatke ali dokumentacijo⁵⁷ od vseh že prej opisanih oseb. Lahko zahteva dostop do kateregakoli dokumenta in kopijo, opravi pregled poslovanja, zahteva izpiske telefonskih števil, na katere je bilo klicano oziroma s katerih je bil klican uporabnik telefona, lahko jim odredi prenehanje vseh aktivnosti, ki so opravljane na podlagi notranjih informacij, lahko odredi zaustavitev trgovanja s takim finančnim instrumentom, lahko pozove osebe, ki bi lahko karkoli vedele o posamezni kršitvi prepovedi uporabe notranjih informacij, lahko vloži zahtevek pri sodišču in pri vseh prej omenjenih institucijah.

Globe za kršitev prepovedi uporabe notranjih informacij so del kazenskih določb ZTVP-1, in sicer 20 do 90 mio SIT za pravne osebe, torej za pridobitev ali razpolaganje s finančnimi instrumenti na podlagi notranjih informacij, za razkrivanje teh informacij v nasprotju z zakonskimi⁵⁸ določili tretjim osebam kot priporočanje ali napeljevanje tretjih oseb k pridobitvi ali razpolaganju s takimi finančnimi instrumenti. Z globo od 600.000 do 3 mio SIT se kaznuje odgovorna oseba pravne osebe za enake prekrške in z globo od 200.000 do 900.000 tolarjev fizična oseba za enake prekrške, kot so opisani pri pravni osebi (398. člen ZTVP-1). Za kršitve prepovedi, ZTVP-1 odreja globe, izrekanje kazni lahko izreče tudi ATPV.

⁵⁵ Seznam oseb izključuje osebe v upravi, nadzornem svetu, udeležence v kapitalu, zajema le tiste, ki za javno družbo opravljajo delovne, poklicne ali druge naloge oziroma dolžnosti na osnovi zaposlitvenega ali drugega pravnega razmerja, čeprav neposredni dostop po ZTVP-1 vključuje v bistvu tudi te osebe.

⁵⁶ Kaj mora poročilo o poslih notranjih oseb vsebovati opisuje četrti odstavek 277. člena ZTVP-1.

⁵⁷ Za pridobitev izpisov telefonskih števil lahko to zahteva tudi od telekomunikacijskega operaterja.

⁵⁸ Če je razkritje notranjih informacij tretji osebi potrebno zaradi opravljanja običajnih delovnih ali poklicnih nalog to ni v nasprotju z zakonskimi določili.

Pri odvzemu dovoljenja agencije borzno posredniški družbi ali borznemu posredniku za kršitev uporabe notranje informacije veljajo enaka pravila kot za odvzem dovoljenja enakima osebam ob kršitvi tržne manipulacije.

Storilec lahko za kršitev prepovedi uporabe notranje informacije, oškodovancu odgovarja tudi civilnopravno za škodo, ki jo naredi osebi s tem, ko je v poslu uporabljal notranje informacije. Toda, v oviro so mu značilnosti organiziranega trga vrednostnih papirjev (razen, če je storilec notranja oseba, ki ima neposreden dostop do notranjih informacij, je lahko oškodovancu v pomoč 277. člen ZTVP-1 (poročanje o poslih »notranjih« oseb), drugače pa je organiziran trg vrednostnih papirjev trg, na katerem so stranke anonimne. Oškodovanec bi moral najprej dokazati, da je nasprotna stranka posla tista, ki je z njim sklenila posel in ga sklenila na podlagi notranjih informacij. Četudi to dokaže, mu težavo predstavlja dokazovanje vzročne zveze, saj bi oškodovanec vrednostne papirje verjetno prodal oziroma kupil isti dan, tudi če »insider« tisti dan ne bi kupoval ali prodajal vrednostnih papirjev. Dokazovanje torej, da je imelo dejanje »insiderja« za posledico škodo, namenjeno ravno temu oškodovancu, bi bilo težko oziroma skoraj nemogoče (Špec, 2003:1413).

3.1.2.3 Dolžnost poročanja javnih družb

Ker skušajo mali investitorji tako kot ostali investitorji vedno znova preveriti pravilnost svoje obstoječe ali bodoče naložbe, je poročanje družb zanje pomemben vir informacij. Ko družba pridobi status javne družbe⁵⁹ in je že objavila prospekt,⁶⁰ mora izdajatelj zaradi novega statusa začeti zagotavljati informacije investitorjem o podatkih, ki se po izdaji prospekta spreminjajo (Plavšak 2003:1401). Ti spreminjajoči se podatki so investitorjem zagotovljeni z obveznostjo družb objavljati letna, polletna in pri nekaterih družbah četrtna poročila ter z obveznostjo sprotnega obveščanja vseh družb. Letna, polletna in četrtna poročila vsebujejo informacije o tekočem poslovanju izdajatelja, medtem, ko je sprotno obveščanje namenjeno informiranju o pomembnih poslovnih dogodkih in vseh drugih informacijah, ki bi sproti lahko vplivale na ceno finančnega instrumenta.

⁵⁹ Družba lahko status javne družbe po 8.členu ZTVP-1 pridobi z uspešno prvo javno prodajo finančnih instrumentov ali s pridobitvijo dovoljenja ATVP za organizirano trgovanje z finančnimi instrumenti.

⁶⁰ Družba, ki želi postati javna družba, mora ob prvi prodaji ali pridobitvi dovoljenja agencije za trgovanje na organiziranem trgu podatke o pravnem in finančnem položaju objaviti v prospektu.

Namen obveščanja je zagotoviti investitorjem informacije, da bi se lahko na trgu razumno odločali. Razumna investitorjeva odločitev je odločitev o nakupu ali prodaji finančnega instrumenta, ki izhaja iz ocene donosa naložbe v finančni instrument (pričakovani donos) (Plavšak, 2003:1401). Poročila,⁶¹ ki so lahko letna (dolžni objavljati vsi izdajatelji torej izdajatelji tako borznega kot prostega trga), polletna (dolžni objavljati izdajatelji borznega trga) ali četrtna (dolžni objavljati le izdajatelji prve kotacije) tako vsebujejo podatke o poslovanju izdajatelja in njegovem finančnem in pravnem položaju⁶² za obdobje, na katero se poročilo nanaša, medtem ko so obvezna sprotna oziroma ad-hoc obveščanja namenjena predvsem objavi poslovnih dogodkov in drugih informacij (66.člen ZTVP-1), tudi notranjih⁶³. Investitorju lahko izdajatelj škodi, če v poročilih ne navede resničnih in točnih podatkov, če opusti objavo določenih podatkov ali če pravočasno ne objavi informacij, ki bi lahko imele vpliv na ceno finančnega instrumenta. Nastala škoda je enaka razliki v ceni, po kateri je investitor vrednostni papir kupil ali prodal brez resničnih, točnih, popolnih ali pravočasnih informacij, in ceno, po kateri bi vrednostni papir kupil ali prodal, če bi le ta vsebovala vse relevantne informacije. V praksi lahko z institutom poslovne skrivnosti podjetja nasproti razkritju, javnosti prikrijejo informacije, ki bi morale biti javne. Po mnenju nekaterih bo v ZGD-1 še vedno to eden od institutov, ki bo omogočal več skrivnosti namesto več razkritij (Vozel, 2005 / Finance).

⁶¹ Vsebinsko poročil ureja 62. člen ZTVP-1.

⁶² Tekoče poslovanje in obveščanje o finančnem in pravnem položaju zajema podatke o poslovanju v navedenem obdobju in analiza uprave (zlasti: spremembe v upravi, nadzornemu svetu, reviziji, glavni dejavnosti, lastništvu, finančnem položaju podjetja, pričakovanja v prihodnosti, načrti, komentar negotovih dogodkov, ki bi bili lahko pomembni za uporabnika); pojasnila postavk računovodskih izkazov; pojasnila poslovanja glede na plan; pomembni dogodki, ki so se zgodili po obračunskem obdobju in še niso izkazani v računovodskih izkazih; odobreni kapital (zlasti višina odobrenega kapitala, časovna opredelitev veljavnosti pooblastila upravi, navedba, ali in kdaj je uprava že sprejela sklep o povečanju osnovnega kapitala, odstotek izkoriščenosti odobrenega kapitala, morebitna izključitev prednostne pravice do novih delnic); pogojno povečanje osnovnega kapitala (zlasti datum sprejetega sklepa o pogojnem povečanju osnovnega kapitala, nominalni znesek pogojno povečanega osnovnega kapitala, namen pogojnega povečanja osnovnega kapitala, prednostna pravica do nakupa novih delnic), znesek bruto dividende na delnico posameznega razreda v tekočem in preteklem letu; kazalnik čisti dobiček na delnico z navedbo metode izračuna; kazalnik knjigovodska vrednost delnice z navedbo metode izračuna; na zadnji dan obravnavanega poslovnega leta število lastnih delnic, navedba obdobja in namena za njihovo pridobitev, navedba načrta odsojitve in rokov odsojitve, podatki o oblikovanju rezerv za lastne delnice; 10 največjih delničarjev na zadnji dan obravnavanega poslovnega leta (če se delnice glasijo na prinosnika, podatki na podlagi zadnje skupščine delničarjev), število delnic in delež za posameznega od navedenih v celotnem kapitalu izdajatelja; število vrednostnih papirjev izdajatelja in delež v lasti posameznih članov uprave izdajatelja in posameznih članov nadzornega sveta v kapitalu izdajatelja na zadnji dan poslovnega leta.

⁶³ Ad-hoc informacije morajo biti objavljene v vsaj enem dnevnem časopisu, ki izhaja na območju celotne države RS ali na drug ustrezen način, ki ga predpiše ATVP (dostikrat so informacije objavljene na borznem portalu SEOnet).

Odgovornost za neresničnost, netočnost, nepopolnost in nepravočasnost objavljenih podatkov nosijo uprava družbe, ki v njenem imenu izpolnjuje obveznost poročanja, revizijska družba, ki revidira poročila, in pooblaščen revizor, ki je poročilo podpisal, ter druge osebe, ki so sodelovale pri sestavi poročil ali obvestil. Za odgovornost lahko te osebe tudi ne odgovarjajo, če dokažejo, da je oseba kupila ali prodala vrednostni papir z vedenjem, da so bili objavljeni podatki neresnični, netočni ali nepopolno objavljeni (23.člen ZTVP-1).

»Dolžnost javnih družb razkriti podatke o njihovem (pravnem in finančnem) položaju in poslovanju je eden od institutov, s katerim pravo zagotavlja učinkovito delovanje organiziranih trgov vrednostnih papirjev« (Plavšak, 2003:1399). Absorbicija informacij v ceni z letnimi, polletnimi, četrtnimi poročili in sprotnim objavljanjem relevantnih informacij vodi v alokacijo kapitala. Za investitorje to pomeni boljši izkoristek njihovih sredstev, če so razumni, za gospodarstvo pa napredek in razvoj. ZTVP-1 obravnava kršitve v zvezi s poročili predvsem z vidika neoddaje poročil vsem po zakonu določenim institucijam (ATVP, borzno posredniškim družbam, Borzi) ali neoddaje poročil v po zakonu določenih rokih, za kar predpisuje globe oziroma denarne kazni in so obravnavane kot prekrški oziroma lažje kršitve dolžnosti poročanja javnih družb (392. člen ZTVP-1).

3.1.3 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO KAZENSKEM ZAKONIKU

3.1.3.1 Preslepitev pri poslovanju z vrednostnimi papirji

»Kdor pri trgovanju z delnicami, drugimi vrednostnimi papirji ali opcijami lažno prikaže premoženjsko stanje, podatke o dobičku ali druge podatke, ki pomembno vplivajo na njihovo vrednost, in s tem zapelje eno ali več oseb, da jih kupijo ali prodajo, se kaznuje z denarno kaznijo ali z zaporom do dveh let.« (236. člen KZ).

Zavajanje investorjev z vsebino poročil in drugimi objavljanimi podatki ureja Kazenski zakonik. Če smo prej govorili o lažjih kršitvah dolžnosti poročanja javnih družb, gre tu za težjo kršitev, ki se lahko kaznuje tudi z zaporno kaznijo. Nanaša se na vse družbe, tudi na družbe, ki dajejo delnice prvič v javno ponudbo. Take družbe odgovarjajo za resničnost podatkov pri izdaji prospekta, medtem ko družbe, ki imajo že dovoljenje za organizirano trgovanje, člen zadeva na področju prikazovanja podatkov v letnih, polletnih in četrtnih

poročilih. Podatki v poročilih so kompleksni, sestavljeni iz bilance stanja⁶⁴, izkaza poslovnega izida⁶⁵, finančnega izida⁶⁶, izkaza gibanja kapitala⁶⁷, poslovnega poročila⁶⁸ (56.člen ZGD) in iz prilog s pojasnili k izkazu. Običajno je bila kršena ravno ta prepoved, kadar so skušala podjetja zavesti investitorje z lažnim prikazovanjem računovodskih izkazov. Pri primeru Enron so na primer obveznosti prenašali na manjša hčerinska podjetja, za katera po zakonu ni bilo potrebno posebej prikazovati izkazov. Tako so svoje dolgove prenašali na njih, sami pa prikazovali dobičke. Računovodska poročila so lahko vir za lažno prikazovanje podatkov o premoženjskem stanju izdajatelja, podatkov o dobičku in drugih podatkov. Podjetje lahko na primer po realizaciji dobička iz poslovnega leta, po vseh zakonskih odvedbah, nameni del dobička tudi za rezervacije, ki je v pasivi legalen in legitimen sklad za nujne primere potrebnih izplačil, hkrati pa lahko v njem skrije dobiček. Farmacevtske družbe imajo dostikrat velik del sredstev v rezervacijah za primer tožb, ki so v farmacevtski industriji pogostejše, predvsem pa drage. Za podjetja je sicer neugodno, če prikažejo visok dobiček predvsem zaradi posledično visoke obdavčitve, če pa imajo premajhnega, je lahko to slab znak za delničarje, ki ocenjujejo družbo predvsem po ustvarjenem dobičku, tako da naj bi razumna podjetja vseeno iskala neko srednjo mero. Revizorji na terenu običajno najprej pogledajo rezervacije, saj naj bi bilo prikrivanje dobičkov v rezervacijah ustaljena praksa podjetij, je pa lahko to tudi povsem legalen način za opravičene nižje dobičke, če ima podjetje za to dobre razloge. Nadzorni svet na drugi strani, bi kot predstavnik lastnikov, prikrivanje lahko preprečil, saj je lahko v njegovem interesu razdelitev dobička med delničarje, torej tudi med njih, toda veliki lastniki, katerih predstavniki so v nadzornem svetu, nimajo nujno enakih potreb kot manjši delničarji. Dostikrat pa se jim očita tudi, da so podaljšana roka uprave. Lažno prikazovanje podatkov v poročilih se lahko razpoteza od vrednotenja lastnih delnic po nabavnih cenah, vrednotenja stalnih sredstev višje ali nižje kot je njihova realna vrednost, terjatev, ki so slabe a v bilanci stanja zavedene do vrednotenja zalog podjetja boljše kot so dejansko vredne. Podjetje lahko ima naprimer neko terjatev do neke osebe, toda če je ta oseba plačilno nesposobna, je to bolj slaba terjatev oziroma je terjatev, za katero je bolj malo verjetno, da bo nekoč tudi res prejemek. Vodstvo se morda odloči, da morda ni še čas za odpis

⁶⁴ Bilanca stanja je prikaz sredstev podjetja (gibljevih in stalnih) na eni strani aktiva in obveznosti (kratkoročnih in dolgoročnih) ter neto vrednosti na drugi- pasiva. Bilanca stanja prikazuje stanje sredstev in obveznosti do virov sredstev (56.čl.ZGD).

⁶⁵ Izkazu poslovnega izida so včasih rekli tudi bilanca uspeha ali bilanca dobička in izgube, prikazuje pa celotne prihodke podjetja in celotne stroške oziroma odhodke podjetja za dano obdobje.

⁶⁶ Finančni izid prikazuje stanje denarnih tokov, in sicer vse prejeme podjetja in vse izdatke podjetja.

⁶⁷ Izkaz gibanja kapitala predstavlja spremembe sestavin kapitala v poslovnem letu.

⁶⁸ Poslovno poročilo govori o razvoju poslovanja in družbe (pomembni poslovni dogodki po izteku poslovnega leta, pričakovani razvoj družbe, raziskave in razvoj, podružnice družbe,...).

neke terjatve, ker bo morda nekoč pa le prejemek. Prirejanje podatkov pri zalogah lahko prikaže drugačno premoženje družbe, kot ga ima v resnici. Če podjetje proizvaja kolesa katera ima na zalogi, a so ta kolesa stara, so to zaloge, ki so vredne veliko manj, kot jih podjetje vrednoti, če jih vrednoti po ceni izpred petih let, realna cena pa je zaradi na trgu novih in boljših koles dejansko nižja. Od uprave se sicer večinoma pričakuje, da ima smotrno poslovno politiko, da teži k čim nižjem plačilu davka ali da ne odpiše terjatev, ki imajo upanje. Včasih lahko katero dejanje deluje kot manipuliranje z računovodskimi poročili, pa gre v bistvu za slabo poslovno odločitev. Klub temu, vsi računovodski standardi tako slovenski kot sedaj mednarodni (MSRP) narekujejo vrednotenje vseh računovodskih postavk po poštenih vrednostih, a poštena vrednost je kompleksen, skoraj relativen pojem, zato tudi zelo raztegljiv, s tem pa prostor za računovodske manipulacije.

Lažno prikazovanje podatkov z namenom vplivanja na vrednost vrednostnega papirja je kaznivo. Osnovni motiv računovodskih standardov je, da so bilance v aktivu nižje kot višje in pri pasivi višje kot nižje, saj je s tem nekako izkaz siguren in je v resnici stanje kvečjemu boljše. Toda zakaj že pri računovodskih standardih delati take rezerve. Ob aferi Enron je bila v ZDA ustanovljena delovna skupina za korporacijske prevare (»Corporate Fraud Task Force«), ki je sestavila zakon, ki za prevaro z vrednostnimi papirji določeno kot shema ali zvijača opehariti investitorje, storilca kaznuje do 25 let zapor (Kos, 2004/Finance). Pri nas je zagrožena denarna kazen od 15 dni do dveh let zapor. Tudi evropska zakonodaja, enako kot ameriška, revizorskim hišam ne dovoljuje več, da hkrati opravljajo finančno in svetovalno dejavnost za eno podjetje, saj se to smatra kot korupcija. Šele zaradi takega zaostrovanja se kandidati za mesta glavnih direktorjev morda ne bodo več tako lahkotno odločali, temveč bodo preden bodo sprejeli ponudbo dobro pregledali knjige podjetja, saj bodo odgovorni za točnost podatkov v njej, ko bodo delovno mesto sprejeli in »končno sprejeli to delovno mesto kot odgovornost in ne kot čast«, še dodajajo nekateri (Kos, 2004/Finance).

3.1.3.2 Zloraba notranje informacije

Če je bila prej uporaba notranje informacije sankcionirana z globami, je zloraba notranje informacije v kazenskem pregonu. Zloraba notranje informacije se nanaša predvsem na zlorabo položaja osebe, medtem ko se prepoved uporabe notranje informacije nanaša

predvsem na posledice, ki jih ima uporaba notranjih informacij na trg vrednostnih papirjev. Med osebami, katerim je uporaba po 276. členu ZTVP-1 in zloraba po 243. členu KZ prepovedana, razlik ni. Ti sta prepovedani enakim osebam omenjenim v obeh zakonih. Po ZTVP-1 je prepovedana pridobitev, razpolaganje in poskus tega na podlagi notranjih informacij, priporočitev ali napeljevanje tretjih oseb k enakem, razkrivanje notranjih informacij tretjim osebam in vse enako s strani tretjih oseb, če vedo ali bi morale vedeti, da gre za notranjo informacijo. Po KZ pa je prepovedano osebi izkoriščanje notranje informacije,

»(1) Kdor notranjo informacijo, ki bi lahko pomembno vplivala na ceno vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta, uvrščenega na organiziran trg v Republiki Sloveniji ali v vsaj eni državi članici Evropske unije oziroma za katerega je bil vložen predlog za uvrstitev na tak trg, ne glede na to, ali se z njim trguje na tem trgu ali ne, pridobi v zvezi s svojim položajem pri izdajatelju vrednostnega papirja, z lastniškim deležem v kapitalu izdajatelja vrednostnega papirja, s svojo zaposlitvijo ali pri opravljanju dejavnosti, in jo izkoristi z nakupom ali prodajo tega vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega, posredno ali neposredno, se kaznuje za zaporom do treh let.

(2) Enako se kaznuje oseba, ki notranjo informacijo sporoči nepoklicani osebi ali na podlagi notranje informacije priporoči tretji osebi nakup ali prodajo vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta.

(3) Enako se kaznuje oseba, ki nepooblaščno pride do notranje informacije in jo izkoristi z nakupom ali prodajo tega vrednostnega papirja ali izvedenega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega, posredno ali neposredno.

(4) Če je bila z dejanjem iz prejšnjih odstavkov pridobljena velika premoženjska korist, se storilec kaznuje z zaporom do petih let« (243.člen KZ)

sporočanje notranje informacije nepoklicanim osebam in enako velja za osebe (prepovedano izkoriščanje), ki nepooblaščno pridejo do notranje informacije, le da KZ tretje osebe imenuje nepoklicane osebe⁶⁹, razkrivanje sovpada z sporočitvijo, naključna pridobitev notranje informacije iz ZTVP-1, za katero oseba ve, da je notranja informacija ali bi morala vedeti, da je, pa sovpada z nepooblaščno pridobitvijo notranje informacije po KZ. Nepooblaščena pridobitev notranje informacije po KZ je enaka tudi pridobitvi notranje informacije na osnovi kaznivega dejanja po ZTVP-1, torej na osnovi vdora v računalniški sistem, vloma,...itn. Dokazovanje naklepa se je pri zlorabi notranje informacije običajno izkazalo za težavno. Naklep se sicer lahko sklepa iz dokazne dokumentacije, toda v praksi ga je težko dokazati nekomu, ki je slišal notranjo informacijo npr. na cesti in na podlagi nje trgoval. Do njega kot prvo v praksi verjetno že težko pridejo, hkrati s tem, da nenatančna informacija ni notranja

⁶⁹ Tako jih opredeli Deisinger (Deisinger, 2002:515).

informacija, in oseba, ki je pridobila notranjo informacijo na cesti bi se lahko sklicevala, da informacija ni bila natančna, temveč je bila le pogovor med dvema pomembnima osebama, da so bile informacije izluščene iz pogovora teh dveh in da ni šlo za natančne informacije. Take informacije pa so lahko kljub temu ravno dovolj natančne za sklepanje oziroma vedenje. Kot hipotetičen primer lahko vzamemo situacijo, pogovor dveh managerjev na letalu, kjer eden drugemu pravi, da je bila letošnja prodaja uspešna in da bodo imeli bistveno več dobička kot lani. Drugi pa naslednji dan kupi veliko število delnic prvega (Usenik, 2001:2). Taka informacija je nenatančna informacija a hkrati dovolj natančna, da bi lahko drugi vedel, kako bo prihodnje leto v podjetju prvega. Informacija je bila, četudi nenatančna, saj ni bila podana eksplicitno, podana s strani osebe, za katero se lahko utemeljeno meni, da ve, kaj in kakšne odločitve bo v prihodnosti sprejemala. To, da bi vključili v prepoved uporabe ali zlorabe tudi cenovno občutljive nenatančne nejavne informacije, bi bilo sicer v redu, toda že pregon uporabe ali zlorabe natančnih informacij je težaven. V pregonu bi morali biti skoraj vsi, ki so kdajkoli trgovali, če so prišli v stik z nejavno, nenatančno a dovolj zanesljivo informacijo, da so lahko vedeli, da bo imela vpliv na ceno finančnega instrumenta. Stevardesa, ki bi v letalu slišala pogovor med managerjema in naslednji dan kupila vrednostne papirje uspešnega managerja bi bila še težje povezana z sumom trgovanja na podlagi notranjih informacij. Razen, če posel ne bi bil sklenjen v taki količini, da bi bil viden, bi bilo za take povezave verjetno potrebno veliko domišljije tistega, ki preganja. Čeprav to ne pomeni, da tega ne bi bilo odveč vključiti v zakonodajo, saj naloga zakonodaje je dejansko opredelitev prepovedanih ravnanj in ne ali je to v realnosti mogoče vedno tudi preprečiti. Za lažje dokazovanje (Usenik, 2001:27) in verjetno tudi omejevanje uporabe in zlorabe notranjih informacij bi lahko bila tožilstvu v korist zakonodajna implementacija obrnjenega dokaznega bremena. Kazensko pravo takega načela sicer ne pozna, saj predpostavlja, da močnejša stranka dokazuje krivdo šibkejši. Pri kazenskem pravu je to država, toda zaradi težav dokazovanja tako povezanosti med osebami, katerih sledi se lahko izgubijo⁷⁰, kot zaradi težav dokazovanja same zlorabe po sebi, se postavlja vprašanje, ali je država v tem razmerju resnično močnejša stranka. Obrnjeno dokazno breme bi torej tudi od obdolženca terjalo dokazovanje njegove nedolžnosti, torej dokazovanje, da notranje informacije ni zlorabil. Obrnjeno dokazno breme pozna več stopenj. Pri dokazovanju zlorabe notranje informacije naj bi bila uporabljena stopnja obrnjenega dokaznega bremena, pri kateri bi tožnik dokazoval, kar

⁷⁰ Po t.i. teoriji majhnega sveta sta sicer za dostop do notranje informacije na slovenskem območju potrebna natanko 2.4 človeka (Usenik, 2001:27). Doseg do notranje informacije je torej lahek, hkrati z nerazvito kulturo varovanja zaupnih podatkov. Če bi teoretično hoteli preprečiti zlorabo notranjih informacij pa bi morala imeti država 35 milijonov ljudi (Hayek v Metež, 2002:33).

zatrjuje kot obdolženi svojo nedolžnost. »V sklopu novih določil »fair disclosure« (poštenega razkritja) je ameriški zakonodajalec uveljavil domnevo, da je oseba, ki ji je bila določena cenovno občutljiva in nejavna informacija, v trenutku, ko je kupila ali prodala določen vrednostni papir, znana, že prekršila načelo prepovedi poslovanja na podlagi notranjih informacij, če ji ne bi uspelo dokazati, da posest te notranje informacije ni vplivala na nakup oziroma prodajo tega vrednostnega papirja« (Usenik, 2001:27). Oseba lahko svojo nedolžnost dokazuje na tri načine, in sicer z dokazom, da je bila, še preden so ji bile znane notranje informacije, sklenjena pogodba o nakupu ali prodaji vrednostnega papirja, z dokazom, da je oseba preden so ji bile informacije znane rekla drugi osebi, da sklene ta posel za njen račun ali z dokazom v obliki pisnega poslovnega ali kakšnega drugačnega načrta, iz katerega bi bilo razvidno, da je imela oseba namen posel opraviti preden so ji postale notranje informacije znane (Usenik, 2001:27). Da je imela oseba namen posel opraviti preden so ji bile notranje informacije znane in bi to dokazovala z načrtom, bi moral načrt vsebovati vsaj eno od treh sklopov značilnosti, in sicer: (1) Točno določeno količino nameravanih kasneje kupljenih ali prodanih vrednostnih papirjev, njihovo ceno (omejen cenovni obseg), po katerem je imela oseba namen kupiti ali prodati vrednostne papirje in datum (omejeno obdobje) namena sklenitve takšnega posla; (2) Formulo, algoritem ali računalniški program, na osnovi katerega bi lahko oseba dokazala, da je bila formula, algoritem ali program uporabljen za določitev količine, cene in datuma kasneje sklenjenega posla; (3) ali pa mora načrt vsebovati določilo, ki je prepovedovalo osebi, da bi tak posel sploh lahko sklenila ali da je lahko vplivala na to, kako in kdaj je bil posel sklenjen (Usenik, 2001:27).

3.1.4 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O GOSPODARSKIH DRUŽBAH

Zakon o gospodarskih družbah ureja med drugim, odnose v gospodarskih družbah med različnimi osebami ali skupinami. Pri delniški družbi ureja odnose med delničarji in družbo, delniško družbo kot pravno osebo, njene organizacijo, izvolitev uprave, nadzornega sveta, določa postopke, pravice in obveznosti vseh organov družbe.

3.1.4.1 Poslovna skrivnost

Že prej je bil omenjen institut poslovne skrivnosti, ki je lahko instrument za prikrivanje cenovno občutljivih informacij. Za poslovno skrivnost štejejo podatki, za katere tako določi

družba (39. člen ZGD, 39.člen predloga ZGD-1⁷¹), ne štejejo pa podatki, ki so po zakonu javni, proti zakonu ali proti dobrim poslovnim običajem (tretji odstavek 39.člena ZGD). Izkoriščanje instituta poslovne skrivnosti za prikrivanje informacij, ki bi imele vpliv na ceno vrednostnega papirja so mogoče. Nova storitev ali produkt je taka informacija, ki bi če bi bila znana javnosti lahko imela pomembnejši vpliv na ceno vrednostnega papirja družbe hkrati pa je to informacija, ki vpliva na konkurenčnost podjetja. Poslovna skrivnost je tisti institut, ki varuje podjetje pred izkoriščanjem takih informacij s strani drugih podjetij oziroma konkurence. S poslovno skrivnostjo pa se lahko pridobiva predvsem na času kot osnovi za zlorabo notranje informacije.

3.1.4.2 Iztisnitev (izključitev) manjšinskih delničarjev oziroma malih investorjev (»Squeeze-out«)

Pojem »squeeze- out«, ki je v pravem pomenu besede v slovenskem prostoru nov pojem, je preveden ali kot iztisnitev ali kot izključitev⁷² manjšinskih delničarjev. Definicij pojma »squeeze-out« oziroma izključitev manjšinskih delničarjev je več. Naj jih omenimo le nekaj. »Squeeze- out« je ravnanje, katerega namen je eliminirati ali zmanjšati delež manjšine v korporaciji (Black' s v Muha, 2005:2, lastni prevod); »Posel ali zaporedje poslov, ki formalnopravno ne silijo manjšinskega delničarja v nobeno dejanje, ampak katerih namen in efekt na manjšinske delničarje sta taka, da postane njihov položaj nenagrajen in njihova investicija dezinvesticija ali položaj tako neugoden, da bodo svoje delnice neizogibno prodali pod pogoji določenimi s strani tistega, ki je v kapitalski prednosti« (Reinisch v Muha, 2005:2, lastni prevod); »Pravica večinskega delničarja v družbi prisiliti (izsiliti) manjšinske delničarje, da prodajo svoje deleže njemu« (Winter v Muha, 2005:2, lastni prevod); »Pravica večinskega delničarja odkupiti deleže manjšinskih delničarjev (Ferrarini v Muha, 2005:2, lastni prevod).

Izključevanje manjšinskih delničarjev bi lahko opredelili v ožjem in širšem pomenu. V pravem pomenu besede je izključitev opredeljena tako, kot jo bomo opredelili v ožjem pomenu, zaradi razlik v interesu delničarjev pa obstaja izključitev tudi v širšem pomenu. Izključitev v ožjem pomenu je, kadar so manjšinski delničarji zaradi doseženega praga za izključitev legalno pravno a vseeno prisilno (o pravičnosti tega instituta ne bo govora, ker nas

⁷¹ Po neuradnih vladnih informacijah Predlog ZGD-1 naj ne bi doživel hujših vsebinskih popravkov. V veljavo pa naj bi stopil spomladi 2006.

⁷² Predlog ZGD-1 v uvodnih in končnih pojasnilih uporablja izraz izključitev.

to ne zanima, slovenska zakonodaja ga je v predlogu ZGD-1 že uveljavila, tako da bi bila sedaj razprava o tem odvečna, je pa »squeeze-out« v svetu in Evropi že uveljavljen institut in priznan kot potreben predvsem pri prevzemih za ponudnika⁷³) izključeni iz družb. Izključitev v širšem pomenu pa je kadar družba z legalnimi manevri zmanjšuje delež upravičenj manjšinskih delničarjev. Če manjšinski delničar ni sposoben doplačati razliko za novo delnico zaradi združitve družb ali kupiti novo izdanih delnic zaradi dokapitalizacij, se njegova upravičenja zmanjšujejo. Zmanjševanje njegovih upravičenj lahko postopoma privede do zahtevanega ali potrebnega praga večinskega delničarja⁷⁴ za izključitev v pravem pomenu besede, za katero ni potrebna privolitev manjšinskega delničarja, pač pa le dosežen prag za izvedbo pravice večinskega oziroma glavnega delničarja. Začetek izključevanja je bolj ali manj teoretično abstrakten pojem, saj bi bilo večinskemu delničarju potrebno dokazati, da je podjetje dokapitaliziral ali združil z namenom znebitve malih investorjev, a če je tako, da glavni delničar povečuje osnovni kapital, povezuje ali združuje družbe z namenom ustvaritve čiste družbe, je zmanjševanje deleža manjšinskim delničarjem že lahko definirana kot izključevanje, še posebno če lahko večinski delničar skoraj s sigurnostjo predvideva, da manjšinski delničarji ekonomsko, manevrom ne bodo sposobni slediti.

Institut izključitve je v svojem bistvu pravni mehanizem na strani večinskega oziroma glavnega delničarja in ne na strani manjšinskega. Z njim je zagotovljena pravica večinskemu delničarju (ob pragu, ki je zakonsko določen), da si lahko zagotovi brezkonfliktno vodenje gospodarske družbe, katerega t.i. čista družba prinese ali pa lahko s tem reši že obstoječi konflikt, ki zavira normalno vodenje. Manjšinske delničarje, ki zaradi manjšine nimajo vpliva na izglasovane odločitve, lahko pa vseeno »nagajajo« večinskemu delničarju z zakonsko možnostjo uveljavljanja manjšinskih pravic (5% delež je tisti kvalificirani delež, ki zagotavlja manjšini npr. pritožbe na izglasovane sklepe skupščine kar za glavnega delničarja pomeni strošek, lahko tudi nevšečnosti, če so ugovori nesmotrni in so podani le zato, da so podani. To je sicer pri t.i. »certifikatarjih« vsaj zaenkrat bolj ali manj neverjetno, saj se skupščin večinoma še udeležujejo ne, pa kljub temu, zakon ni pisan le za danes temveč za daljše obdobje), vseeno verjetno zanima bolj pravična višina denarne odpravnine ob izključitvi za

⁷³ Winterjevo poročilo iz leta 2002, ki naj bi nudilo izhodišče za sprejem evropske direktive o prevzemih je navedlo naslednje razloge za možnost izključevanja (le nekaj od njih): obstajanje manjšinskih delničarjev po prevzemu predstavlja strošek (vabila, lokacija in obvestila za sklic skupščine) in rizik (»nagajanje« večinskemu delničarju z uveljavljanjem svojih pravic le z namenom povzročanja stroškov in nevšečnosti),... (Muha 2005:7). Obširneje o tem Muha 2005:7,8.

⁷⁴ Za uveljavljanje izključitve je vedno potreben nekakšen prag večinskega delničarja, ki ga mora le ta doseči v strukturi kapitala zato, da lahko sploh prične z izključitvijo manjšinskih delničarjev. Večinski delničar se v tem primeru ne imenuje več večinski delničar temveč glavni delničar.

odvzem oziroma prepis delnic na glavnega delničarja in ne toliko, ali je prav da so izključeni ali ne.

»Squeeze- out« kot institut izključitve je v različnih evropskih državah različno pogojen. Poznajo ga v Franciji, Avstriji, Nemčiji, Združenem kraljestvu, Nizozemskem, Belgiji, Švici. Nekje je lahko udejanjen le v delniških družbah, drugje v vseh kapitalskih družbah in le deloma v družbah, ki kotirajo na borzi. Zopet drugje se lahko »squeeze- out« uporabi le ob prevzemih, a le če je bil zahtevan prag za izključitev dosežen že s prevzemno ponudbo (Združeno kraljestvo, Italija), zopet drugje pa se lahko »squeeze- out« uporabi ne glede na to, ali je bila prej objavljena prevzemna ponudba in je za izključitev potreben le zahtevan prag ne glede na to, kako je bil ta prag pridobljen (Nemčija). Pragovi so v različnih državah različni. Nekje je prag za uveljavitev pravice 90% (Avstrija, Združeno kraljestvo, Italija), zopet drugje 95% (Nizozemska, Francija, Belgija, Nemčija), najdejo pa se tudi 98% pragovi (Švica) (Muha, 2005:i,5).

3.1.4.2.1 Izključitev po predlogu ZGD-1

Izključitev v Sloveniji se bo po predlogu ZGD- 1⁷⁵ lahko opravila v delniških in komanditnih delniških družbah. Tako je tudi v Nemčiji, medtem ko je v Združenem kraljestvu omejena le na delniške družbe. V Sloveniji predhodno ne bo potrebno za izključitev podati tudi prevzemno ponudbo za uveljavljanje instituta, čeprav bo verjetno mogoče uveljavljati institut izključitve tudi vsled prevzemne ponudbe, kar pa bo urejeno z Zakonom o prevzemih (ZPre). Vsebina sprememb in dopolnitev ZPre javnosti trenutno ni znana. V času oblikovanja zakonodajnih predlogov o »squeeze- out« sta se v Evropi pojavili obe varianti, to je na predhodno prevzemno ponudbo vezana ali nevezana izključitev. Nemški zakonodajalec, ki ima uveljavljeno na predhodno prevzemno ponudbo nevezano izključitev je menil, da za dosego ciljev, ki jih izključitev zasleduje, ni merodajno, na kakšen način je večinski delničar prag dosegel. Torej potom prevzemne ponudbe ali kako drugače (Muha, 2005:18). Združeno

⁷⁵ Squeeze- out institut je del evropske Direktive o prevzemnih ponudbah (Directive on takeover bids), ki je začela veljati 20. 5. 2004, države članice pa jo morajo implementirati v nacionalno zakonodajo do 20. 5. 2006. Mi smo »squeeze- out« vključili v ZGD, zato, ker za uveljavitev tega instituta ne bo potrebno dati tudi predhodno prevzemne ponudbe, čeprav predlog zakona o prevzemih (ZPre) iz leta 2003 tudi omogoča »squeeze- out« vsled predhodne prevzemne ponudbe a se zaenkrat ne ve kakšne natanko bodo dopolnitve ZPre, saj je bila ponovno sestavljena komisija za spremembe in dopolnitve ZPre. Če bo delničarje moč izključiti tudi vsled predhodne prevzemne ponudbe, prag za izključitev ne bo smel biti določen višje od 90%, primerna cena pa bi morala biti nujno v obliki denarja (vsaj kot alternativa).

kraljestvo pa se je odločilo⁷⁶, da je izključitev možna le ob predhodni prevzemni ponudbi, torej le v prevzemni obliki. Zanimivo je, da smo se v Sloveniji v delniški obliki izključitve odločili za najnižji od običajnih pragov za uveljavljanje instituta izključitve, torej za 90% prag, ki je običajen pri tistih državah, pri katerih lahko večinski delničar izključitev uveljavlja šele vsled predhodne prevzemne ponudbe. V Nemčiji, s katero delimo, da izključitev ni vezana na predhodno prevzemno ponudbo, je zahtevan prag za izključitev 95%. Direktiva o prevzemnih ponudbah evropskega sveta in parlamenta je fiksno določila, da je najnižji prag za izključitev na 90% na posebno zahtevo Združenega kraljestva, a nagovor Združenega kraljestva je veljal le za izključitev ob predhodni prevzemni ponudbi. Argument je bil, da je pri prevzemu težko doseči že 90 % prag, kaj šele več. V prevzemni obliki izključitve po direktivi Evropske Unije v nacionalnih zakonodajah tako ni možno določevati višji prag. Pri delniškopravni obliki (oblika urejena v ZGD) izključitve pa je ta prag po direktivi lahko tudi 95%. Pojavi se vprašanje, zakaj je pri nas uveden najnižji prag tudi pri delniški obliki izključitve. Nemčija, katere pravo temelji na kontinentalnem pravnem redu ima 95 % prag v delniški obliki izključitve (prevzemno obliko morajo še urediti), Združeno kraljestvo, katerega pravo je že v osnovi bolj nagnjeno k zaščiti pravic delničarjev, torej lastnikov, pa ima možnost izključitve šele vsled predhodne prevzemne ponudbe na 90 % imetja glasovalnih pravic v družbi tarči. Kontinentalno pravo na katerem temelji tudi slovenski pravni red ravno tako kot nemški, ne varuje le delničarjev, torej lastnikov (»shareholders«) kot je to običajno pri anglosaksonskem pravnem redu ampak tudi gospodarsko družbo kot osebo in s tem ljudi, ki so s to družbo kakorkoli povezani (zaposleni in ostali, angl. »stakeholders«), Tako, da je nenavadno, da ima Nemčija s katero delimo »ideologijo« 95%, Združeno Kraljestvo izključuje šele, ko se zgodi prevzem, prej pa to sploh ni mogoče. Morda je namen 90 % praga pri naši ureditvi ščititi ravno te – »stake-holders«, toda če je delniška družba 90 % v lasti večinskega delničarja in le-ta na skupščini vedno preglasi 10% ostalega kapitala, je jasno, kdo družbo upravlja. Gre za to, da lahko večinski delničar prej »pomete« z manjšinskimi delničarji pod pretvezo ali resnostjo, da motijo brezkonfliktno vodenje družbe. Četudi imajo manjšinski delničarji s 5 % deležem kapitala možnost ugovorov na skupščinske sklepe, jih to ravno ne sili v »nagajanje«, če so lahko jutri prisilno odstranjeni iz družbe in je to skoraj enako, kot če te možnosti ne bi imeli, a bi bil prag za izključitev višji. Morda pa tudi tole: nadomestilo bo

⁷⁶ Direktiva o prevzemnih ponudbah (Directive on takeover bids, 2004/25/EC) evropskega parlamenta in sveta, ki ureja tudi institut »squeeze- out« skoraj temelji na angleškem »Companies Act« iz leta 1985, v katerem je v oddelkih od 428- 430F urejen »squeeze- out«, bil pa je povzet iz zakonsko določenega instituta iz leta 1929 (»Companies consolidated act«), ki je med drugim omogočal prevzemniku oziroma ponudniku, da je lahko prisilno pridobil ostale delnice, če je s prevzemno ponudbo že pridobil 90 % ali več delnic (Muha, 2005:10).

skoraj sigurno tisto, kar bo povečini zanimalo manjšinske delničarje v delniških družbah ob izključitvi, vsaj tiste, ki so v delniških družbah kapitalsko interesno prisotni. Če bi kdaj prišlo do nepoštenih višin odpravnin, bi bilo pri 95% pragu, plastično a matematično gledano oškodovanih manj delničarjev kot pri 90% potrebnega kapitala za izključitev. Delničarji imajo in bi še vedno imeli v navedenem primeru na razpolago odškodninsko tožbo, toda zakaj bi se moral delničar ukvarjati še s takšnim tveganjem, katerega sploh ne bi smelo biti, tveganje katerega nosi delničar je že tako tveganje, ki ga prinaša gospodarsko okolje, ne bi pa smelo biti prisotno še tveganje pravnega sistema.

Za izključitev manjšinskih delničarjev po predlogu ZGD-1 je potreben sklic in sklep skupščine, prag za uveljavitev izključitve je torej 90% glasovalnih pravic, manjšinski delničarji izgubijo svoja upravičenja, denarna odpravnina za to mora biti pravična in izplačana v gotovini. Višina denarne odpravnine je določena s strani glavnega delničarja, preverjena s strani enega ali več revizorjev (na predlog glavnega delničarja ga lahko imenuje tudi sodišče). Vsak manjšinski delničar lahko predlaga, da sodišče določi primerno odpravnino, a le v primeru, če ponujena odpravnina s strani glavnega delničarja ni primerna, če sploh ni ponujena ali če ni ponujena pravilno, drugače manjšinski delničar ne more izpodbijati sklepa skupščine o prenosu delnic (384.-388.člen predloga ZGD-1). Primerna (pravična) odpravnina je primerna takrat, ko glavni delničar upošteva premoženjsko in profitno stanje družbe (peti in šesti stavek 583.člena predloga ZGD-1).

Obstoječi ZGD izključitev, kot že omenjeno v pravem pomenu besede, ne pozna. Obstaja pa instrument, s katerim se je lahko dosegel podoben učinek. Tak neposreden instrument je vključitev delničarjev z večinskim sklepom (488. člen ZGD)⁷⁷.

3.1.4.2.2 Vključitev z večinskim sklepom

Delniška družba, ki je 95% v lasti druge družbe, se lahko z večinskim sklepom skupščine vključi v glavno družbo, s čimer njena firma ne preneha obstajati. O vključitvi v bistvu odloča glavna družba, saj ima 95% kapitala družbe, katera se sklene vključiti. Vključitev z večinskim sklepom je institutu »squeeze- out« podobna, a obstajajo razlike. Velja za delniške družbe in

⁷⁷ Tudi ZPre ima instrument za doseg podobnih učinkov in sicer v primeru, ko fizična oseba pridobi več 95% delnic neke delniške družbe. Smiselno se uporabljajo določbe ZGD ki urejajo vključitev z večinskim sklepom. (O ZPre govorimo sedaj, ker pri obravnavi ZPre ne bomo govorili več o institutu »squeeze- out«, čeprav bo kot že omenjeno verjetno mogoče uveljavljati ta institut vezan tudi na prevzemno ponudbo).

družbe z omejeno odgovornostjo, potreben je sklic in sklep skupščine, določen je zahtevan prag, ki je 95%, kot odpravnina pa se jim ne izplača gotovina, temveč se jim zagotovijo delnice glavne družbe (Muha, 2005:34).

V praksi je bila izključitev malih delničarjev izvedena ne dolgo nazaj s pomočjo oziroma preko združitve delniških družb. Družbe se lahko statusno preoblikujejo z združitvijo, delitvijo, s prenosom premoženja ali s spremembo pravnoorganizacijske oblike. Združitev se lahko opravi z spojitvijo ali pripojitvijo. Spojitev je, če se dve ali več družb spoji v eno novo delniško družbo, pripojitev pa če se premoženje dveh ali več delniških družb prenese na eno od teh. Pri združitvi lahko ob določanju menjalnih razmerij pride do takih višin nominalnih vrednosti novih delnic, da povprečen investitor nima kapitala, da bi tako delnico denarno doplačal in imel npr. vsaj eno samo delnico take družbe. Že dokapitalizacije same so delikatne, saj četudi imajo obstoječi delničarji prednostno pravico do novo izdanih delnic, se jim njihov procentualni delež zmanjšuje, če finančno niso sposobni kupiti novo ponujenih delnic in s tem ohraniti svoj delež. Običajno, upravljanje ni v interesu malih investorjev, temveč bolj to, da družba posluje transparentno ter, da jih ob morebitni izključitvi, izključi s primerno odpravnino, kar v ZGD ni bilo predvideno (verjetno zato, ker izključitve v pravem pomenu besede ni poznal), predlog ZGD-1 pa to z upoštevanjem tudi profitnega stanja družbe za določitev višine odpravnine bolje ureja. Aktiva Invest, Holdinška družba, d.d. je tako s spojitvijo štirih⁷⁸ družb ponudila malim delničarjem možnost prodaje njihovih delnic po ceni od 500 do 1000 tolarjev, ena nova delnica pa je bila vredna milijon tolarjev. Družba prevzemnica je dolžna ponuditi ob združitvi delnice »nove« družbe po menjalnem razmerju in navesti višino morebitnega denarnega doplačila. Če delničarji tega denarja nimajo, so izplačani po ocenitvi vrednosti delnice družbe, katero imajo v lasti, ki pa je že prej za določitev menjalnega razmerja premoženjsko ocenjena. Premoženje družb za določitev menjalnega razmerja ocenjuje cenilec na podlagi premoženjskega stanja družb. Delničarji štirih spojenih družb so lahko prodali delnice po določeni ceni, ki je upoštevalo le premoženjsko stanje družb in ne tudi profitnega, s čimer jim je bila narejena škoda. Obljubljena investicija v preteklosti se je pokazala za dezinvesticijo, hkrati s tem, da je imela lahko delnica sedaj nedelujoče družbe potencial rasti zaradi česar se je družbi kapital tudi zaupal, da vodstvo s kapitalom delničarjev ustvarja dodano vrednost. Pravno gledano z vidika vključitve z večinskim sklepom ni nič spornega, saj družba, h kateri so bile ostale pripojene,

⁷⁸ Aktiva Invest d.d., Certius Invest d.d., Arkada Holding d.d., Aktiva Avant d.d.

ni bila dolžna dati premije za odkup delnic, ocenitev vrednosti delnic pripojenih družb so bile tudi ocenjene na podlagi trenutnega premoženjskega stanja družb in delničarjem so bile ponujene delnice nove družbe. V primeru Aktive Invest d.d. bi vseeno lahko bila nova, en milijon tolarjev vredna delnica razbita na manjše kose (dr. Barbara Rajgelj), kar so potem tudi storili. Izgleda tako kot, da je bil namen glavnega delničarja v tem primeru izključno znebiti se malih delničarjev, morda pa tudi, znebiti se malih delničarjev še preden pride v veljavo ZGD-1, ki predvideva izključitev z upoštevanjem tudi profitnega stanja družb, kar bi pomenilo verjetno dosti dražje ustvarjanje t.i. čiste družbe. Ne vem. Izključitev v obliki vključitve z večinskim sklepom ni prepovedana, je pa prepovedano vse, kar škoduje drugim delničarjem (Kocbek v Mihajlovič, Petrovič, 2005/Finance), kar je po njegovem mnenju pravno nedopustno, a ne zaradi same izključitve kot zaradi načina in posledic tako grobe izključitve.

3.1.4.3 Izstop manjšinskih delničarjev iz družbe (»Sell- out«)

»Sell out« kot obraten postopek »squeeze out-a« (iztisnitev) je bolj ali manj urejen z določili izključitve. »Sell out« je pravica delničarjev, da izstopijo iz delniške družbe, a le ob obstoju glavnega delničarja, ki ima v lasti 90 % osnovnega kapitala. Pri delnicah družb, ki nastopajo na trgu vrednostnih papirjev in ki so kolikor toliko likvidne, lahko to delničarji naredijo že s prodajo delnic na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev⁷⁹, tako da ta institut zanje niti ne pomeni kaj bistvenega, razen če bi prišlo do tega, da bi se družba npr. odločila umakniti delnice z organiziranega trga. Po objavi bi verjetno malokdo na sekundarnem trgu hotel take delnice še kupiti. Delničarji take družbe bi bili po umaknitvi sicer še vedno upravičeni do vseh pravic, ki iz delnic izhajajo, prodali pa bi jo lahko na sivem oziroma neorganiziranem trgu, a tudi tu le, če bi jo želel kdo kupiti (oblikovane cene na sivem trgu so ponavadi nižje kot na organiziranem predvsem zaradi manjše »preglednosti« poslovanja zaradi neobveznosti medletnega poročanja in sprotnega obveščanja o pomembnih poslovnih dogodkih, k čemur so zavezane javne delniške družbe, zaradi nenadzora s strani Agencije, ki po zakonu nadzira le javne družbe, in konec koncev tudi zaradi manjšega zaupanja investorjev v družbe, ki niso

⁷⁹ Četudi so delnice nelikvidne je na organiziranih trgih drugih držav (npr. nemškem » Deutsche Börse«) nelikvidnost finančnih instrumentov poskušana biti omejevana s storitvijo borze z vzdrževanjem likvidnosti preko vzdrževalcev likvidnosti (»designated sponsors« na angl. različici strani nemške Borze), ki so vsak dan pripravljeni kupiti ali prodati določeno število določenega nelikvidnega finančnega instrumenta. Ta storitev je pri nas v fazi projekta, delovala bi preko BTS-a, a na Borzi zaenkrat še niso prepričani ali bodo finančne ustanove pripravljene kupovati in prodajati vrednostne papirje gospodarskih družb. Zaenkrat obstajajo trgovalni uradni vzdrževalci likvidnosti (TUVL), ki kupujejo in prodajajo le državne vrednostne papirje.

na organiziranem trgu ravno zaradi zgoraj naštetih dejavnikov). Tudi tisti, ki bi želeli kupiti take delnice na neorganiziranem trgu zaradi npr. vpliva na upravljanje družbe bi bilo to ob obstoju glavnega delničarja z 90% lastništvom to bolj ali manj nesmiselno.

Pri pravici manjšinskega delničarja do izstopa iz družbe se za višino denarne odpravnine uporabljajo enake določbe kot pri izključitvi, se pravi, da jo določi glavni delničar upoštevajoč trenutno premoženjsko in profitno stanje družbe. Tega instituta, tako kot izključitve, ZGD ne pozna.

3.1.5 VARSTVO MALIH INVESTITORJEV PO ZAKONU O PREVZEMIH

Mali investitorji kot tudi manjšinski delničarji so v družbah zaradi pozicije manjšine nasproti večine v položaju preglasovanja, a oseba, ki se na trgu vrednostnih papirjev odloči vstopiti v družbo, za katero ve, kakšno politiko vodenja družbe ima in se z njo strinja, je s tem neobremenjena. Njegove manjšinske pravice znotraj gospodarske družbe ščiti ZGD, na trgu vrednostnih papirjev ga ščiti ZTVP, če pa želi neka družba prevzeti drugo družbo, velja Zakon o prevzemih (v nad. ZPre)⁸⁰, ki zagotavlja pošten in pregleden prevzem družbe. Osnovno izhodišče ZPre je varstvo investorjev na trgu vrednostnih papirjev oziroma varstvo manjšinskih delničarjev pri prenosu kontrolnega deleža z nakupom delnic delniške družbe na organiziranem trgu vrednostnih papirjev (predlog zakona o spremembah in dopolnitvah ZPre 2003:2). Namenjen je torej izključno delniškim družbam, ki z delnicami nastopajo na organiziranem trgu vrednostnih papirjev in nobeni drugi družbi (predlog sprememb in dopolnitev ZPre pa ima usmerjena svoja določila tudi na druge družbe).

Osnovna načela ZPre so: »enako obravnavanje delničarjev, obvezna ponudba za prevzem, če velikost kontrolnega deleža preseže z zakonom določen prag, dolžnost razkritja podatkov in omejitev določenih obrambnih dejanj, ki bi preprečevala prevzem« (predlog sprememb in dopolnitev ZPre, 2003:2). Nekatera določila iz zakona o prevzemih, ki ščitijo delničarje ciljne družbe, so v praksi nekako že ustaljena, saj jih je javno tudi težje skriti, nekaj ostalih pa se še vedno lahko prilagodi.

⁸⁰ Zakon o prevzemih, Uradni list RS, 47/97, 56/99.

3.1.5.1 Obvezna ponudba za odkup (»mandatory bid«)

Obvezna ponudba za odkup je načelo, ki po pridobitvi najmanjšega zakonsko določenega deleža neke družbe zagotavlja delničarjem družbe tako možnost svobodne odločitve, ali želijo po objavi prevzemne ponudbe še ostati delničarji te družbe ali ne, kot tudi enako obravnavanje delničarja z ostalimi delničarji. Vprašanje, ki se zastavlja je, zakaj bi moral delničar, ki je potem prevzemne ponudbe že pridobil kontrolni delež v družbi tarči, odkupiti tudi vse ostale delnice (Kocbek in drugi, 1997:12). Taka zakonska zahteva daje možnost vsem delničarjem prevzete družbe razmisliti o tem, ali bodo postali delničarji prevzemne družbe ali ne kot tudi rešitvi tega, da delničar, če ne bi imel možnosti odločitve ali bo delničar prevzemne družbe, ne bi bil odvisen od spremenjene politike novega vodstva in ostal z delnicami družbe, katere poslovna politika ne bi bila taka, kot je bila politika podjetja, katerega delnice je kupil. Novo vodstvo lahko bistveno spremeni poslovno politiko, politiko dividend, sledeč drugačnim ekonomskim ciljem, ali pa družbo podredi ciljem matičnega ali hčerinskega podjetja, zaradi česar lahko cena takega instrumenta na trgu pade, delničar pa takih delnic lahko ne bi mogel več niti prodati, saj nikogar ne bi zanimalo. Likvidnost naložbe pa je ena temeljnih funkcij trga vrednostnih papirjev.

Zakonsko zahtevan prag za objavo prevzemne ponudbe je imetništvo več kot 25 % glasovalnih pravic (prvi odstavek 4. člena ZPre). V praksi je velikokrat kazalo na to, da so nekatere osebe delovale povezano in tako prišle do večjega deleža kot je 25%, brez da bi dale ponudbo za prevzem, tega pa jim ni bilo mogoče dokazati. Sicer pri ugotavljanju, ali so »osebe dejansko povezane pri skupnem prevzemu kontrole, ni odločilen zgolj obstoj pisnega sporazuma, pač pa se to ugotavlja tudi na podlagi praktičnega ravnanja oseb, ki na primer skupaj uresničujejo dejansko kontrolo v družbi« (Kocbek in drugi, 1997:15). Situacija, v kateri oseba kupi delnice neke družbe z denarjem druge osebe, pri čemer sta ti dve osebi dogovorjeni, da so to delnice druge osebe, hrani pa jih na svojem računu za račun druge osebe in gre v bistvu za uslugo prve osebe drugi⁸¹, je delovanje povezanih oseb običajno za doseg kontrolnega deleža v družbi. Denar za nakup delnic lahko prva oseba dobi od druge tudi z dokapitalizacijo, pri kateri pa dovolj velik delež novo izdanih delnic za doseg (skupne) kontrole kupi ravno prva oseba. Takemu pojavu se reče tudi »parkiranje«. V takem primeru bi

⁸¹ Sicer je vsaka oseba, ki je pridobila več kot 5% (kvalificirani) delež glasovalnih delnic, dolžna to, kot vsakih nadaljnjih 5% in en vrednostni papir, sporočiti izdajatelju tega vrednostnega papirja, Uradu za varstvo konkurence in Agenciji a to še ne pove kaj dosti. V bistvu je povezanost dejansko težko dokazati.

bilo kršeno načelo obvezne ponudbe za prevzem, saj je velikost kontrolnega deleža presežena, z zakonom določenega praga za obvezno ponudbo za prevzem, na osnovi usklajenega delovanja. Za povezane osebe se sicer štejejo vse osebe, ki so ne le kapitalsko, temveč tudi poslovno povezane, a je tako povezanost zelo težko dokazati. Mali investitorji so ob »parkiranjih« prikrašani za prevzemno ponudbo in s tem za odkup⁸² delnic po prevzemni ceni in premiji.

Osebe, ki so v ciljni družbi večinski delničarji, se lahko s prevzemnikom pogodijo na način, da sprejmejo ponudbo za prevzem po ceni, ki je glede na realno vrednost podjetja, prenizka. Ni namreč nujno, da so delnice vedno odkupljene po pošteni vrednosti (nenazadnje gre za tako za prodajo upravičenj kot morebitnih bodočih donosov), kar se je v praksi tudi že pokazalo. Mali investitorji pa ponudbo običajno sprejmejo, ker sprevidijo, da prevzemnik ne namerava zvišati cene za prevzem, če je z dogovorjenimi osebami o prodaji njihovega deleža že dosegel kontrolni delež. Taka družba, ki deluje s prevzemnikom na tak način, da svoj delež prevzemniku proda po nižji ceni, kot je realna cena delnic, stori to dejansko na račun svojih delničarjev ali na račun z družbo drugače povezanih oseb (»stake-holders«). Gospodarska družba naj bi kaj takega vseeno naredila malo težje, vsaj na razvitih kapitalskih trgih, saj bi bilo to razumljeno kot slaba poslovna odločitev nekega vodstva, za kar naj bi delničarji te družbe družbo kaznovali (izguba zaupanja, ki vodi v prodajo in s tem znižanje cene delnice na trgu), a ker so pri nas v veliki meri mali delničarji, kot že omenjeno, delničarji iz lastninskega preoblikovanja, ki jim primanjkuje znanja in spremljanja dogajanja, gre tudi s tega vidika lahko kaj takega še vedno skozi.

V medijih je bilo izraženo mnenje, da bi bilo morda potrebno razmisliti o znižanju sedaj 25 % praga za obvezno javno prevzemno ponudbo (Jamnik, 2005/ Finance). S tem bi sicer dosegli, da bi bila struktura lastništva v podjetjih bolj razpršena, kar bi v nekem pogledu onemogočalo možnosti zlorabe glede povezanih oseb v smislu, ki je najtežje dokazljiv (roka roko umije med znanci), saj bi se moral prevzemnik ob npr. 15 % pragu »povezati« z vsaj eno osebo več kot prej, torej z vsaj še tremi osebami, hkrati pa bi po mojem mnenju lahko s tem tudi same prevzeme nekako zavrli. 15 % prag bi pomenil zahtevo po hitrejši obvezni ponudbi za prevzem, s tem pa tudi možnost previsoko zahtevane cene ostalih delničarjev za svoje delnice,

⁸² Prevzemnik lahko vrednostne papirje sicer plača poleg gotovinskega načina (denarna ponudba), tudi z vrednostnimi papirji matične družbe (nadomestna ponudba) ali katerimi drugimi vrednostnimi papirji (alternativna ponudba) a je ponudba za odkup (gotovinska ponudba) najobičajnejša in za delničarje običajno tudi najzanimivejša (Kocbek in drugi, 1997:27).

saj bi jih bilo več, katere bi moral prevzemnik s ponujeno prevzemno ceno »prepričati«, da bi prevzemna ponudba uspela. Razpršiti strukturo lastništva je morda primerno za razvit kapitalski trg, na katerem se investitorji udeležujejo skupščin, ki so vložili svoj kapital namensko in niso »umetno« delničarji, drugače bi lahko bil to dvorezen poseg. Po trenutnih cenah delnic razvitejših slovenskih podjetjih se da trditi, da je to razvit kapitalski trg, na razvitem kapitalskem trgu pa se da pridobiti prihodek, večinoma s prevzemi in dividendami. Znižanje prevzemnega praga bi bilo v naši trenutni situaciji morda primerno za večjo zaščito malih delničarjev, da bi se preprečili prevzemi povezanih oseb, od katerih manjši investitorji nimajo ničesar, po drugi strani pa znižanje praga lahko pomeni zmanjševanje potencialnih prevzemov, s tem pa tudi prikrajšanje malih delničarjev za še skoraj edini skok cene vrednostnega papirja na tržišču. Tak poseg verjetno ne bi vplival le na male investitorje, ampak tudi na gospodarstvo kot celoto, ki bi se lahko s takim posegom zaprlo za zunanji, tuj kapital. Tako za domačega kot za tuje prevzemnike bi bili prevzemi predragi, zaradi česar jim je lahko nek trg nezanimiv. Biti nezanimiv pomeni nepritekanje tujega kapitala v prostor, s tem nerazvoj in nenazadnje zaostanek. Po drugi strani so polemike o nacionalnem interesu vsebovale bojazen, da je prevzem s strani tujca nevaren predvsem z vidika zaposlenih, saj naj tujca prevzemnika ne bi zanimalo, kaj bo z njimi, če postanejo višek zaradi racionalizacije nove uprave. Zdi se mi, da smo v času, ko smo na nekaterih področjih še vedno ranljivi, in bi bilo še vedno potrebno paziti na nacionalni interes, po drugi strani pa se mi zdi, da je na nekih drugih, močnejših področjih vseeno napočil čas za odpiranje in pogled tudi na stran zaupanja.

4. ZAUPANJE IN DELOVANJE TRGA VREDNOSTNIH PAPIRJEV

»Zaupanje je stava o bodočih negotovih akcijah ali delovanjih drugih« (Sztompka, 1999:25). Če to prenesemo na trg vrednostnih papirjev lahko skoraj z gotovostjo trdimo, da bi večno nezaupanje na trgu vplivalo na to, da nihče ne bi investiral. Če je delniška družba prinesla kapitalizem⁸³, kapitalizem gospodarski razvoj, ta pa dvig ravni in neke vrste kakovosti življenja lahko rečemo, da bi popolno nezaupanje na trgu ogrožalo vse te instance in jih zrušilo nazaj kot hišo iz kart. Beseda zaupanje se je raztezala skozi celotno diplomsko nalogo, če pa to strnemo obstajajo ali morajo obstajati na trgu tri značilnosti, ki tvorijo javno zaupanje, ga ohranjajo in vzpostavljajo, če je to izgubljeno. To so transparentnost, odgovornost in poštenost (Dipiazza, 2002: 4).

⁸³ Čeprav verjetno velja tudi obratno.

Za zagotovitev transparentnosti bi morale imeti družbe najprej obveznost do sebe, da bi dajale investitorjem vse relevantne informacije, ki jih potrebujejo za odločitve, prostovoljno. Zaradi mnogih razlogov vodstvo lahko ne daje vseh informacij dosledno. Včasih želijo enostavno informacije, ki bi povzročile zadrego ali ki bi lahko privedle do povečanega nadzorstva, skriti. Transparentnost pa je zagotavljana ravno in predvsem z informacijami, ki so točne, natančne in resnične. Z zakoni je transparentnost na trgu vrednostnih papirjev zagotavljana predvsem z dolžnostjo poročanja javnih družb (medletna in ad-hoc sporočila), posredno tudi s prepovedjo preslepitve pri poslovanju z vrednostnimi papirji (npr. »kreativno računovodstvo«), z obveznostjo oddaje seznama »insiderjev« posamezne družbe, z dolžnostjo vseh, ki posredujejo informacije javnosti, da le-te posredujejo točno in nezavajajoče,...itd, na kratko z vsemi zahtevami ali prepovedmi, ki se nanašajo na ravnanja, ki vključujejo posredovanje informacij ali podatkov namenjenih javnosti, v obliki informacij. Drugi element zaupanja je kultura odgovornosti. Zgolj zagotavljanje informacij za vzpostavljanje zaupanja ni dovolj. Kultura odgovornosti pomeni sprejem odgovornosti vsakega, ki je na trgu kakorkoli udeležen, za svoje delo. Uprave bi na primer morale vedeti, da razpolagajo z delničarskim denarjem, in sprejeti odgovornost za odločitve, ki naj bi ustvarjale vrednost za te investitorje. Revizorji ne bi smeli pozabiti, da je njihovo delo namenjeno javnosti in delničarjem, ne upravi, neodvisno od tega, da ga ta plačuje, in analitiki bi morali sprejeti odgovornost za posredovanje objektivnih raziskav, neodvisno od tega, ali se znajdejo v ekonomsko interesnem konfliktu. Nazadnje pa sta tudi transparentnost in odgovornost elementa, ki sta odvisna od ljudi in njihove poštenosti. »Poštenost je osnova, če ne temelj, na katerem stojijo vsi finančni trgi« (Paulson v DiPiazza, 2002:4). Pošteni posamezniki »naredijo pravo stvar«, ne prikladno, nujno ali dovoljeno ampak »pravo«, »prava stvar« pa je včasih tudi težko eksplicitno zapisana v zakonih (DiPiazza, 2002:3,4).

5. SKLEP

Trg vrednostnih papirjev je s pojmom vrednostni papir, nenavadnimi imeni in številkami, ki se vrstijo na monitorjih (PIX, DRKR, GRVG, IEKG), grafi v poslovnih vestnikih, nenavadnimi krivuljami, lastništvom nečesa kar ni očem vidno, nepredstavljanjem kraja trga, nekaj, kar že samo po sebi vzbuja strah in nezaupanje. Zgodbe o zlorabah in kršitvah, povezanih s trgom vrednostnih papirjev, nezaupanje ljudi kot tudi investorjev v ta trg le še povečujejo. To pa je izguba za celotno gospodarstvo, z zadrževanjem prihrankov doma, namesto, da bi jih dobili tisti, ki jih potrebujejo, seveda pod pogojem, da ta z njimi ravna transparentno, pošteno in odgovorno.

Najširše opisano poglavje v diplomski nalogi je poglavje o zakonski ureditvi, ki se dotika varstva investorjev na trgu vrednostnih papirjev. Z njo naj bi si nenazadnje odgovorili na izhodiščno vprašanje o ustreznosti in zadovoljivosti slovenske zakonodaje s področja varstva malih investorjev. Namen zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev, je poleg urejanja odnosov tržnih udeležencev in varstva investorjev tudi ohranjanje zaupanja. Kljub temu se iz primerov v praksi zdi, kot da pravila ne zajemajo vse realnosti, ki se na trgu zgodi. Mali investitorji na trgu nastopajo predvsem individualno, njihov položaj pa je ravno zaradi tega ranljivejši. Dostikrat niti ne vedo, da so bili oškodovani. Trgovanje na podlagi notranjih informacij težko opredelijo zaradi anonimnosti trga, tržno manipulacijo ravno tako, tudi prirejena poročila bi težko odkrili sami, o zakulisnih zgodbah usklajeno delujočih oseb ob prevzemih pa lahko le domnevajo. Temelji varstva investorjev so danes zadovoljivo urejeni, vprašanje, ki se poraja pa je, ali so vse mogoče zlorabe tudi zajete. Že glede na primere iz prakse se zdi, da vse mogoče in poznane niso. Še vedno je marsikdaj prisoten občutek, da prevzemne ponudbe niso podane, čeprav bi morale biti, da se prodaje podjetij dogajajo »pod mizo«, mali investitorji pa so prisiljeni sprejeti prevzemno ponudbo, ker skorajda nimajo izbire ali da se lahko mali delničarji zoperstavijo večinskemu le z odškodninskimi zahtevki. Dosti primerov, ki so se na našem trgu zgodili, so zgledali kot prepovedani, kar daje misliti, da so zatajili organi pregona, ki so ali zaradi pomanjkanja znanja o gospodarskem kriminalu ali ker nimajo ustrezne pravne podlage za izpeljavo pregona do konca v zaostanku. Zlorabe se s spreminjanjem trga tudi spreminjajo in kot da so zakonsko opredeljena nedovoljena ravnanja obsojena na zaostajanje za pojavnimi oblikami na trgu. Rešitev je verjetno v neprestanem sledenju pravne doktrine trgu in spremembam, ki se na njem dogajajo. Nekatere

pravne rešitve pa so tudi nekako že ustaljene in morda zakon v nekaterih primerih ni dovolj strog ali poglobljen. Morda bi bilo potrebno uvesti obrnjeno dokazno breme za dokazovanje zlorabe notranjih informacij, morda bi morali biti revizorji postavljeni izključno s strani sodišča, morda bi bilo potrebno zagroziti s strožimi zapornimi kaznimi in morda bi bilo potrebno zakonsko urediti menjavanje računovodskega partnerja na obdobje petih let, za kar bi se verjetno, ko bi bilo pravilo nekaj časa v službi vsi spraševali: »Zakaj je to tako, če s tem računovodskim partnerjem tako dobro sodelujemo?«, a po Enronu, Američani vedo, zakaj. Morda bi morali vse morebitne kršitve tako sankcionirati, da nikomur na misel ne bi prišlo, da bi kakorkoli zlorabil svoj položaj ali izvedel kakršnokoli goljufijo. Ne vem, a menim, da bodo kršitve kljub vsemu vedno obstajale. Naloga zakonodaje je sicer opredeliti vsa morebitna nedovoljena ravnanja in jim slediti, in ker se trg razvija, ljudje pa vedno učijo, bo sledenje verjetno vedno naloga. Mali investitor ne bi smel imeti na trgu občutka, da se mora ukvarjati še s tveganjem nepoštenih ravnanj. Tveganje je prisotno že tako ali tako. Vsakdo naj opravlja svoje nalogo. Mali investitor je tu zato, da »primakne« še tisti potrebni kapital neki družbi, ki ga potrebuje za izpeljavo načrtov, država pa za to, da poskrbi za to, da to nemoteno teče, če seveda hoče imeti razvit trg kapitala. Ena raziskava delana na ameriškem trgu vrednostnih papirjev je pokazala, da razvitejši in globlji trg vrednostnih papirjev ne pomeni tudi več kršitev in da je bojazen razvoja in poglobljanja odveč. Ravno obratno, razvitejši trg kapitala se je izkazal za učinkovitejšega tudi v smislu pregona in sankcioniranja kršitev, predvsem pa v smislu vrnitve sredstev oškodovancem. Mali investitor ne bi smel biti v tem boju sam in načeloma tudi ni. Za to skrbijo pristojne institucije, organi in osebe, ki opravljajo nadzor, pregon in sankcioniranje kršitev. Zdi se mi kot da delajo vsaka zase, hkrati pa so bili na trgu, v gospodarstvu že davno vsi povezani. Verjetno je prišel čas, ko bo morala tudi država začeti zaupati svojim institucijam in jim prepuščati, da vodijo svoje zadeve za katere so pristojne same, da jim da nekaj svobode, da se lahko ljudje znotraj teh institucij lažje pogovarjajo z ljudmi drugih institucij, ne da jih je strah opravljati svoje delo. Edino tako se bo po mojem mnenju kaj premaknilo, seveda pod pogojem, da zakonodajalec prej postavi pravne temelje. Finese a zato nič manj pomembne lahko potem predlagajo te institucije (ATVP, Borza, tožilstvo, Policija,...itd). V končni fazi pa je delovanje trga povezano tudi s posamezniki, ki naj bi na trgu delovali v skladu s poslovno etiko. Če manjšinski delničar na primer ugovarja na skupščinske sklepe, ima to pravico, toda če to naredi namerno, ker le »nagaja«, je tako ravnanje etično sporno. S tem namreč lahko povzroča družbi stroške in oškoduje druge preko oškodovanja družbe, povod pa je lahko težko dokazljiv. Enako velja za vsakogar. Trenutno so v našem prostoru mali investitorji kljub vsemu še vedno v šibkejšem položaju in včasih se zdi

da se stvari kljub vsemu ne more rešiti le z sankcijami, zakoni, akti, pravili in podobno. Nenazadnje gre tudi za kulturo in vrednote družbe. Večina kodeksov v svetu in pri nas je namenjena ravno spominjanju posameznikov na pomembnost poštenosti, transparentnega poslovanja in odgovornosti, česar se v bistvu ne da določiti neposredno samo s kogentnimi normami. Posamezniki se sicer lahko pri kakršnikoli zlorabi, prevari ali oškodovanju vedno zatečejo k odškodninskim tožbam, vendar so ti postopki dolgotrajni, predvsem pa dragi. Rešitve v takih primerih so morda v hitrejših postopkih, ki bi imeli ravno tako verjetno svoje stranske učinke, a kljub vsemu rešitve je potrebno iskati. Dejansko gre za širši problem, in sicer, da se z ekstremno nepoštenimi ravnanji na trgu lahko zruši celoten gospodarski sistem, katerega pa je zaradi posledično porušenega zaupanja lahko zelo težko vzpostaviti nazaj.

6. LITERATURA IN VIRI

Literatura:

1. Antunović Peter (1999): Finance podjetja; Teorija in praksa. SIRIUS AP d.o.o., Ljubljana.
2. Čas Miloš, Tomaž Rotar (1994): Borzni izrazi. Kapital. Maribor.
3. Čas Miloš, Jamnik, Simona (2000): Borzno pravo, GV. Ljubljana .
4. Deisinger Mitja (2002): Kazenski zakonik s komentarjem; posebni del. GV. Ljubljana.
5. DiPiazza A. Samuel jr. (2002): Building public trust: The future of corporate reporting (<http://accountingmalpractice.com/0005/articles/ga-200206j.pdf>)
6. Gantar Matjaž, Miro Medvešek, Srečko Pirtovšek (1992): Abeceda borznitva. Kapital in slovenska investicijska banka. Ljubljana.
7. Gregorec Branko (2002): Primarni trg kapitala kot vir financiranja slovenskih podjetij. Magistrsko delo. EF. Ljubljana.
8. Gril Razboršek, Barbara (2003): Odnosi s finančnimi javnostmi. Diplomsko delo. EF. Ljubljana
9. Hren Kristian (2003): Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo. Podjetje in delo 6-7. GV. Ljubljana.
10. Jamnik Simona (2005): Kako odpraviti pomanjkljivosti zakona o prevzemih, 3. 2. 2005, št. članka 25, internetna izdaja Financ. (<http://www.finance-on.net/show.php?id=111479>)
11. Kocbek Marjan (1995): Delnice in delniška družba. GV. Ljubljana.
12. Kocbek Marjan, Plavšak Nina, Premk Peter (1997): Zakon o prevzemih (Zpre) s komentarjem. GV. Ljubljana.
13. Kos Marko (2004): Preprečiti prevare v podjetjih, 21.09.2004, št. članka 185, internetna izdaja Financ. (<http://www.finance-on.net/print.php?id=99005&tip=1>)
14. Metež Andreja (2003): Zloraba notranjih informacij. Diplomsko delo. EF. Ljubljana.
15. Mihajlović Novica, Petrič Tine (2005): Aktiva Invest izriva množice malih delničarjev, 14.11. 2005, št. članka 220, internetna izdaja Financ. (<http://www.finance-on.net/show.php?id=137136>)
16. Mikec Katja (2002): Borzno posredništvo v Sloveniji. Diplomsko delo. EF. Ljubljana
17. Mramor Dušan (2000): Trg kapitala v Sloveniji: prikazi, analize. Tiskarna Ljubljana. Ljubljana.

18. Muha Mojca (2005): »Squeeze-out« primerjalnopravno. Diplomsko delo. Ljubljana
19. Peterlin Barbara (2003): Osebnе finance. Diplomsko delo. EF. Ljubljana.
20. Plavšak Nina (2003): Odgovornost za nepravilna razkritja podatkov o javnih družbah. Podjetje in delo. GV. Ljubljana.
21. Prohaska Zdenko (2004): Finančni trgi. EF. Ljubljana.
22. Rajgelj Barbara: Študijsko gradivo (prosojnice) za predmet Gospodarsko pravo.
23. Ribnikar Ivan (1994): Od denarja do medvedjega trenda. CISEF. Ljubljana.
24. Ribnikar Ivan (1994): Prehod v tržno gospodarstvo po slovensko. CISEF. Ljubljana.
25. Ribnikar Ivan (1998): ABC ekonomskih izrazov. DAFIS d.o.o. Ljubljana.
26. Samuelson, Paul A., Nordhaus, William D., (2002): Ekonomija, GV. Ljubljana.
27. Sztompka Piotr (1999): Trust. A sociological theory. Cambridge University Press. Cambridge.
28. Špec Boštjan (2003): Odgovornost v zvezi s poslovanjem na podlagi notranjih informacij. Podjetje in delo. GV. Ljubljana.
29. Štravs Aleksander Sašo, Mirjana Ribič, Zvone Jagodic (1995): Borza vrednostnih papirjev. Novi forum. Ljubljana.
30. Usenik Boštjan (2001): Ni interesa za pregon insiderjev. Finance, Ljubljana (19.07.2001), Priloga, str.2 ali
(http://www.finance-on.net/arhiv.php?srcTit=&srcArt=&srcAuth=bo%B9tjan+usenik&srcRoot=0&d_f=20010101&d_t=20010803&act=art&id=16041)
31. Usenik Boštjan (2001): Za neučinkovitost trga kapitala kriva tudi zakonodaja. Finance. Ljubljana (18.06.2001), Priloga, str.27 ali
(http://www.finance-on.net/arhiv.php?srcTit=&srcArt=&srcAuth=usenik&srcRoot=0&d_f=19900618&d_t=20010618&act=art&id=14797)
32. Veselinovič Draško (1991): Borzni priročnik ljubljanske borze. GV. Ljubljana.
33. Veselinovič Draško (1998): Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. GV. Ljubljana.
34. Vozel Mojca (2005): Janša, kje so feferoni v novem ZGD?, 17.08.2005, št. članka 159, internetna izdaja Financ. (<http://www.finance-on.net/show.php?id=128704>)

Viri:

35. http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/euronext_en.pdf
36. http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/2003-05-consult/london-stock-exchange_en.pdf
37. http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/pdf/2001/en_501PC0281.pdf
38. <http://www.ljse.si>
39. <http://www.istrabenz.si>
40. <http://www.krka.si>
41. <http://www.zito.si>
42. Predlog ZGD-1(2005)
(http://www.mgrs.si/katalog_informacij/zakon/predlog_zgd1.doc)
43. Predlog zakona o spremembah in dopolnitvah Zakona o prevzemih (2003)
([http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/0309221722170/\\$file/19_9_popravek_zakona_o_pr_evzemih.doc](http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/0309221722170/$file/19_9_popravek_zakona_o_pr_evzemih.doc))

Pravni viri:

44. KZ - Kazenski zakonik Republike Slovenije, Ur.l. RS, št. 63/94, 23/99, 60/99, 40/04, 37/05.
45. OZ - Obligacijski zakonik, Ur.l. RS, št. 83/01, 32/04.
46. ZTVP -1 - Zakon o trgu vrednostnih papirjev, Ur.l. RS, št. 56/99, 52/02, 108/03, 117/03, 16/04, 86/04, 123/04.
47. ZGD - Zakon o gospodarskih družbah, Ur.l. RS, št. 30/93, 29/94, 82/94, 20/98, 32/98, 37/98, 84/98, 6/99, 54/99, 36/00, 45/01, 50/02, 93/02, 57/04, 63/04, 124/04, 139/04, 24/05, 111/05.
48. ZPre - Zakon o prevzemih, Ur.l. RS, št. 47/97, 56/99.

Ostali viri:

49. Pogovor na Borzi: Mastnak Simon
50. Pogovor o reviziji in računovodskih standardih: Lugarič Jelka