

2014

UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

DIPLOMSKA NALOGA

DIPLOMSKA NALOGA

ŽIGA KORITNIK

ŽIGA KORITNIK

Koper, 2014



UNIVERZA NA PRIMORSKEM  
FAKULTETA ZA MANAGEMENT

Diplomska naloga

NADZOR NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV  
V TEORIJI IN PRAKSI

Žiga Koritnik

Koper, 2014

Mentor: izr. prof. dr. Matjaž Nahtigal



## POVZETEK

Vloga Agencije za trg vrednostnih papirjev je v Sloveniji z vidika vlagateljev zelo pomembna, saj je to institucija, ki nadzira in preverja javne družbe ter ostale osebe, če delujejo skladno s pravili, ki jih določa zakonodaja. Tako kot drugje po svetu se tudi v Sloveniji dogajajo finančne zlorabe, predvsem zlorabe notranjih informacij ter tržne manipulacije. Obe zlorabi sta težje izsledljivi; kršitelji se zavedajo, da imajo lahko velike koristi, če uspešno izvedejo zlorabo. Tukaj nastopi Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki zlorabe preprečuje in jih kaznuje, če jih dokaže. Če odločba ATVP ne zadošča, pa spor rešuje pristojno sodišče v Sloveniji. Prisotnost ATVP na kapitalskem trgu je nujna, da lahko trg normalno deluje in da so vlagatelji zaščiteni pred zlorabami.

*Ključne besede:* Agencija za trg vrednostnih papirjev, zlorabe, notranje informacije, tržne manipulacije, kapitalski trg, nadzor, preverjanje.

## SUMMARY

The role of Securities Market Agency, from the perspective of investors, is in Slovenia very important. This is an institution that monitors and supervises public companies and other entities they operate within the rules of legislation. Like in other places in the world, also in Slovenia there are many examples of abusing insider information or market manipulation. Both examples of abuse are difficult to track and because of that people know how to gain large benefits, if the abuse is successfully carried out. This is where Security Market Agency comes in and sanctions all the people and public companies that have abused insider information and market manipulation. If the decisions of Securities Market Agency aren't sufficient the court of competent jurisdiction comes in and takes the case. Because of that the presence of Security Market Agency is necessary to ensure that the capital market works normally and that investors are protected from abuses.

*Keywords:* Security Market Agency, abuse, insider information, market manipulation, capital market, monitoring, supervision.

UDK: 336.76(043.2)



## **ZAHVALA**

Zahvaljujem se mentorju, izr. prof. dr. Matjažu Nahtigalu, za koristne napotke in potrpežljivost pri nastajanju te diplomske naloge.

Zahvaljujem se tudi družini, za podporo pri študiju in na ostalih področjih.

Zahvaljujem pa se še puncu Maruši, za vso njeno prijaznost in za dodatno motivacijo pri pisanju diplome.





## VSEBINA

<b>1</b>	<b>Uvod</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Agencija za trg vrednostnih papirjev</b>	<b>4</b>
2.1	Naloge in pristojnosti Agencije za trg vrednostnih papirjev	4
2.2	Postopki preverjanja in nadzora	5
2.3	Odločbe Agencije za trg vrednostnih papirjev	8
<b>3</b>	<b>Kapitalski trg v Sloveniji</b>	<b>10</b>
3.1	Primarni finančni trg	10
3.2	Sekundarni finančni trg	10
3.3	Učinkovitost trga kapitala	11
3.4	Vloga kapitalskega trga za Slovenijo	12
3.5	Vloga ATVP pri zagotavljanju transparentnosti in varnosti za vlagatelje	13
3.6	Zakonske definicije	15
<b>4</b>	<b>Notranja informacija</b>	<b>17</b>
4.1	Prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij	18
4.2	Obveznosti razkrivanja notranjih informacij	19
<b>5</b>	<b>Tržna manipulacija</b>	<b>20</b>
5.1	Domneve in kazalniki tržne manipulacije	20
5.2	Primeri različnih oblik tržne manipulacije	22
5.2.1	Primeri trgovalne tržne manipulacije v obliki napačnih ali zavajajočih transakcij	22
5.2.2	Primeri trgovalne tržne manipulacije z namenom določitve cene	23
5.2.3	Primeri z ravnanjem podprte tržne manipulacije	24
5.2.4	Primeri informacijske tržne manipulacije	25
<b>6</b>	<b>Analiza učinkovitosti ATVP pri preprečevanju zlorab notranjih informacij</b>	<b>26</b>
6.1	Sum zlorabe notranjih informacij	26
6.2	Sodba zaradi suma zlorabe notranje informacije	27
6.3	Primer Petrol	27
6.4	Primer zlorabe notranjih informacij	29
6.5	Sum zlorabe notranjih informacij	29
<b>7</b>	<b>Rezultati učinkovitosti ATVP pri zlorabi notranjih informacij</b>	<b>30</b>
<b>8</b>	<b>Analiza učinkovitosti ATVP pri preprečevanju tržnih manipulacij</b>	<b>31</b>
8.1	Primer sodbe zaradi tržne manipulacije	31
8.2	Primer sodbe zaradi suma tržne manipulacije	34

<b>9 Rezultati ATVP pri preprečevanju tržnih manipulacij.....</b>	<b>36</b>
<b>10 Sklep .....</b>	<b>37</b>
<b>Literatura in viri.....</b>	<b>41</b>
<b>Pravni viri .....</b>	<b>43</b>

## **SLIKE**

Slika 1: Tečaj delnice Petrola v letu 2008.....	28
Slika 2: Primer tržne manipulacije z zlatom na Kitajskem .....	34

## **PREGLEDNICE**

Preglednica 1: Seznam javnih družb pod nadzorom ATVP na dan 14. 7. 2014 .....	6
Preglednica 2: Učinkovitost ATVP nad zlorabo notranjih informacij.....	29
Preglednica 3: Učinkovitost ATVP pri tržni manipulaciji .....	33

## KRAJŠAVE

ATVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev
e-ZISDU	Zakon o investicijskih skladih in družbah za upravljanje
KZ-1	Kazenski zakonik
LJSE	Ljubljanska borza
NRS	Nacionalni sistem za poročanje
ODNI	Obrazec, ki se nanaša na odložitev objave notranje informacije.
SONI	Obrazec, namenjen poročanju o osebah, ki so jim dostopne notranje informacije.
ZBAN	Zakon o bančništvu
ZPRE	Zakon o prevzemih
ZTFI	Zakon o trgu finančnih instrumentov
FBI	Federal Bureau of Investigation
SEC	Securities and Exchange Commission
MMC	Multimedijski center

## 1 UVOD

V diplomskem delu bom pisal o nadzoru na trgu vrednostnih papirjev v teoriji in praksi. Bistvo diplomske naloge bo analiza učinkovitosti Agencije za trg vrednostnih papirjev pri preprečevanju zlorab notranjih informacij in tržnih manipulacij. Pregledal bom sodne odločbe in odločbe ter letna poročila Agencije za trg vrednostnih papirjev. Analiza bo pokazala, ali se trend zlorab notranjih informacij in tržnih manipulacij zmanjšuje ali povečuje. Iz pridobljenih podatkov bo mogoče ugotoviti tudi, koliko finančnih zlorab Agencija rešuje sama s odločbami in pri kolikih je potrebno nadaljnje sojenje na pristojnem sodišču.

Teoretični del diplomske naloge obsega pregled zakonodaje, po kateri deluje Agencija za trg vrednostnih papirjev: njene naloge in pristojnosti ter institucije, ki jih preverja.

V poglavju o vlogi Agencije v praksi se bom posvetil predvsem vprašanju učinkovitosti in uspešnosti pri preverjanju in nadziranju pravnih in fizičnih oseb.

Vloga Agencije za trg vrednostnih papirjev je preverjati in nadzorovati trg vrednostnih papirjev. Slovenija potrebuje organ, ki sankcionira zlorabe in kazniva dejanja institucij, za katerih nadzor je pooblaščen. Učinkovitost Agencije za trg vrednostnih papirjev je odvisna od zakonodaje in od ljudi, ki Agencijo vodijo: od direktorja, nadzornega sveta do zaposlenih. Vsi morajo imeti ustrezno znanje, še posebej direktor in člani nadzornega sveta, saj nadzorujejo, vodijo in preverjajo zaposlene. Tudi zaposleni morajo imeti prav ustrezno izobrazbo, da lahko delujejo na tem področju in so dovolj samostojni, da lahko sami pridejo do rezultatov brez pretirane pomoči nadrejenih. Agenciji pri nadziranju in preverjanju pomagajo tudi druge institucije, kot je Banka Slovenije, Komisija za preprečevanje korupcije in Agencija za zavarovalni nadzor, davčni in carinski urad Republike Slovenije, Policija, Nacionalni preiskovalni urad, Agencija za varstvo konkurence, na področju systemskega urejanja slovenskega trga kapitala pa sodelujejo z Ministrstvom za finance, Ministrstvom za gospodarski razvoj in tehnologijo ter Ministrstvom za delo, družino in socialne zadeve. V letu 2013 je ATVP okrepila sodelovanje z Agencijo za javni nadzor nad revidiranjem.

V Sloveniji je situacija trenutno taka, da se veliko slovenskih in tujih podjetij odloča za prevzeme drugih podjetij v Sloveniji. Pri vseh teh lahko hitro pride do zlorab notranjih informacij in tržnih manipulacij. Vendar pa prevzemi niso edina možnost za zlorabo notranjih informacij in tržnih manipulacij. Glede na sodne odločbe je največ tržnih manipulacij na borzi, kjer z delnicami manipulirajo borzni posredniki. Zlorabe notranjih informacij so najpogostejše med zaposlenimi v javnih družbah, saj imajo vodilni v podjetju možnost dostopa do informacij, preden pridejo v javnost. Prav tako je po prehodu na tržno gospodarstvo in organizirano trgovanje z vrednostnimi papirji v Sloveniji nastala potreba po organu, ki bi vse to nadziral. Tako je nastala Agencija za trg vrednostnih papirjev. Potrebno je razumeti, da informacije v nepravih rokah lahko pomenijo zlorabe in povečanje denarja na račun kršitelja in izgubo pri osebah, ki vlagajo v vrednostne papirje. S tem namenom je

nastala Agencija za trg vrednostnih papirjev, da ščiti male vlagatelje, predvsem fizične osebe, ki hočejo vlagati v podjetja, ter podjetja, kjer je možnost zlorab še večja, ker sodeluje pri tem več ljudi.

Potrebno je omeniti, da Agencija za trg vrednostnih papirjev deluje relativno malo časa v primerjavi z drugimi podobnimi institucijami v Evropski uniji in po svetu, ki imajo več prakse in izkušenj na trgu kapitala in zakonodaje. Vseskozi pa obstajajo razni inovativni pristopi finančnih zlorab, kjer ljudje uporabijo vse svoje znanje in izkušnje delovanja trga kapitala, izkoristijo vsako priložnost za finančno zlorabo sebi v prid brez vednosti Agencije za trg vrednostnih papirjev ali drugih nadzornih organov. Podobno je v športu. Ljudje ves čas izdelujejo pripomočke za lažjo doseglo rezultatov (doping). Pristojni organi težko sledijo tem inovacijam, saj nimajo izkušenj s tem ali pa so kršitve težko dokazljive. Hkrati pa veliko ljudi, v Sloveniji ali po svetu, podleže korupciji, da bi si povečali finančno stanje.

V zadnjih nekaj letih smo lahko v medijih zasledili, koliko sumov finančnih zlorab se je dogajalo v Sloveniji. Vsi akterji, ki so bili ovadjeni zaradi zlorab notranjih informacij, so bili na sodišču oproščeni, pri ovadbah zaradi tržnih manipulacij pa je bilo obsojenih več oseb in jim je sodišče naložilo ustrezno kazen.

Trg vrednostnih papirjev se v Sloveniji razvija in pridobiva pomen. Včasih so se redna dejavnost, razvoj, nove tehnologije, lastniške konsolidacije in prevzemi financirali z dolžniškim kapitalom, danes pa se zaradi dodatnega zaslužka veliko ljudi odloča vlagati v podjetja in jih tako financirati z nakupom delnic, ki jih izdajajo podjetja, da bi pridobila dodaten finančni kapital. Ljudje v Sloveniji bodo prisiljeni (nekateri so že) vlagati v pokojninske sklade, če bodo želeli normalno živeti po koncu službenih obveznosti. Tudi stanovanja in gradnja hiš predstavljajo vse večji strošek za mlade ljudi; zato se vse več ljudi odloča vlagati denar v stanovanjske sklade, ki jim omogočajo različne ugodnosti glede nakupa stanovanj. Zaradi vseh teh naštetih možnosti vlaganja denarja je potrebno imeti organ, ki vse to nadzira in preverja. Ljudje, ki opravljajo službo, kjer lahko s pomočjo notranjih informacij in tržnih manipulacij zaradi subjektivnih razlogov povečajo svoje stanje denarja, so borzni posredniki. Te fizične osebe morajo biti ves čas pod nadzorom, saj razpolagajo z denarjem strank in lahko hitro pride do zlorab. Pravila delovanja borznih posrednikov so natančno opredeljena v posebnem poglavju v Zakonu o trgu finančnih instrumentov.

Prvo poglavje bo namenjeno teoretični predstavitvi ATVP in njeno delovanje.

V drugem poglavju bom predstavil naloge in pristojnosti ATVP, njene postopke preverjanja, ukrepe v primeru zlorab trga, komu poroča in kako si zagotavlja sredstva za delovanje. K temu sodi tudi preglednica javnih družb, ki jih ATVP nadzira.

Tretje poglavje je namenjeno analizi primarnega in sekundarnega kapitalskega trga v Sloveniji ter vlogi Agencije za trg vrednostnih papirjev na njem. Značilnost tranzicijskih

držav, kakršna je Slovenija, je, da je sekundarni trg bolj razvit od primarnega, to pa vpliva tudi na delovanje ATVP, saj je ena od njenih pristojnosti tudi zagotavljanje transparentnosti kapitalskega trga. Kapitalski trg je za Slovenijo, ki je trenutno v slabem položaju, nujen, saj omogoča financiranje preko vlagateljev; trenutna slika kaže, da so si podjetja za financiranje različnih projektov sposojala denar od bank, namesto da bi se dokapitalizirala z izdajo delnic. Pri izdajanju delnic lahko hitro pride do zlorab, kakršni sta notranje informacije in tržna manipulacija. Dejstvo je, da kapitalski trg brez prisotnosti ATVP ne bi bil tako varen in zlorab bi bilo veliko, najbolj pa bi nastradali mali vlagatelji, ker nimajo ne potrebnega znanja za zaznavo zlorab ne časa, da bi ves čas preverjali letna poročila podjetij.

V četrtem in petem poglavju sta predstavljeni definiciji in kazalniki zlorabe tržne manipulacije in notranje informacije na podlagi Zakona o trgu finančnih instrumentov.

Naslednja poglavja so namenjena analizi zlorab notranjih informacij in tržnih manipulacij, pregledu sodnih odločb zadnjih petih let in ugotovitvam, koliko zlorab je bilo dejansko dokazanih, koliko je bilo oprostilnih odločb in koliko sumov finančnih zlorab je v postopku preiskovanja.

Pri raziskavi so se pojavile tudi določene omejitve. Prva je povezana z obveščanjem javnosti, ki je obveščena šele, ko je sum zlorabe notranjih informacij potrjen in je zadeva v obravnavi na sodišču. Natančnih informacij o sumu zlorab notranjih informacij in tržnih manipulacij zato ni. Hkrati pa je notranja informacija kljub morebitni zlorabi težko dokazljiva.

## **2 AGENCIJA ZA TRG VREDNOSTNIH PAPIRJEV**

Agencija za trg vrednostnih papirjev je pravna oseba javnega prava, ki je bila ustanovljena 13. marca 1994. Njena naloga je nadzor nad trgom finančnih instrumentov. S tem omogoča učinkovit, pregleden in varen trg finančnih instrumentov. Zaradi tega Agencija zmanjšuje možnost zlorab in nepravilnosti na trgu finančnih instrumentov, obenem pa privablja domače in tuje vlagatelje, saj preprečuje zlorabe in kazniva dejanja. Agencija deluje po Zakonu o trgu finančnih instrumentov. Pri opravljanju svojih nalog je samostojna in neodvisna. Financira se s taksami in nadomestili, ki jih plačujejo udeleženci trga finančnih instrumentov, in iz drugih prihodkov, ki jih ustvari s svojim delovanjem.

Agencija poroča Državnemu zboru Republike Slovenije o stanju na trgih finančnih instrumentov in o svojem delu. Agencijo nadzira Računsko sodišče Republike Slovenije, ki preverja gospodarno in učinkovito rabo sredstev ter zakonitost in namembnost (ATVP b. l. a).

Sredstva za delo Agencije se zagotavljajo iz taks za odločanje o posamičnih zadevah in nadomestil za opravljanje nadzora. Višino taks in nadomestil določa tarifa, ki jo izda Agencija v soglasju z Vlado Republike Slovenije. Agencija z letnim obračunom in finančnim načrtom seznanja Državni zbor RS (ATVP b. l. a).

### **2.1 Naloga in pristojnosti Agencije za trg vrednostnih papirjev**

Agencija izdaja dovoljenja in opravlja nadzor ter izvršuje druge naloge in pristojnosti, določene z Zakonom o trgu finančnih instrumentov, Zakonom o investicijskih skladih in družbah za upravljanje ter Zakonom o prevzemih. Poleg naštetih zakonov določajo naloge Agencije še Zakon o prvem pokojninskem skladu Republike Slovenije in preoblikovanju pooblaščenih investicijskih družb, Zakon o pokojninskem in invalidskem zavarovanju in Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih (ATVP b. l. b).

Na podlagi Zakona o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma Agencija v okviru svojih pristojnosti kot organ nadzora preverja tudi izvajanje določb tega zakona pri subjektih, ki jih nadzoruje. Na podlagi Zakona o finančnih konglomeratih, ki predstavlja dopolnitev obstoječega nadzora poslovanja finančnega sektorja, Agencija skupaj z Banko Slovenije in Agencijo za zavarovalni nadzor predpiše oziroma sodeluje pri pripravi njegovih podzakonskih predpisov (ATVP b. l. b).

Izdaja dovoljenj za statusna preoblikovanja in za poslovanje (ATVP b. l. b):

- *borze,*
- *investicijskih družb,*
- *borznoposredniških družb,*
- *družb za upravljanje,*
- *vzajemnih skladov,*



- *vzajemnih pokojninskih skladov,*
- *klirinško-depotne družbe.*

Izdaja dovoljenj za pridobitev kvalificiranega deleža v (ATVP b. 1. b):

- *družbi,*
- *družbi za upravljanje,*
- *borzi,*
- *klirinško-depotni družbi.*

Potrjevanje prospektov za prodajo vrednostnih papirjev javnosti in za uvrstitev v trgovanje na organiziranem trgu (ATVP b. 1. b).

Izdaja dovoljenj za prevzemno ponudbo (ATVP b. 1. b).

Izdaja dovoljenj za opravljanje poslov borznega posrednika, funkcije člana uprave družbe za upravljanje, borznoposredniške družbe, borze ali klirinško-depotne družbe ter dovoljenj za trženje investicijskih skladov in prodajo investicijskih kuponov (ATVP b. 1. b).

Izdaja soglasij k splošnim aktom ter tarifi borze in Izdaja soglasij k splošnim aktom in tarifi klirinško-depotne družbe (ATVP b. 1. b).

Nadzor nad družbami za upravljanje, investicijskimi družbami, vzajemnimi skladi, vzajemnimi pokojninskimi skladi, borzo, klirinško-depotno družbo ter borznoposredniškimi družbami in bankami, ki opravljajo (pomožne) investicijske storitve in posle (ATVP b. 1. b).

Vodenje registrov odvisnih borznoposredniških zastopnikov in dobro poučenih vlagateljev (ATVP b. 1. b).

## **2.2 Postopki preverjanja in nadzora**

Agencija za trg vrednostnih papirjev vsako leto opravlja nadzor nad javnimi družbami, nad katerimi ga je dolžna izvajati. Prav tako pa ima pomembno vlogo pri delovanju in razvoju trga finančnih instrumentov. Agencija opravlja nadzor tako, da preverja letna poročila in obvestila institucij ter pregleduje njihovo poslovanje.

Agencija za trg vrednostnih papirjev ima za svoje licencirane subjekte (pravne in fizične osebe) večji nabor sredstev in možnih ukrepov. Pri fizičnih osebah gre za člane uprav borznoposredniških družb in družb za upravljanje, pa tudi za borzne posrednike, ki imajo licenco Agencije za trg vrednostnih papirjev (Mozetič 2005, 34).

**Preglednica 1: Seznam javnih družb pod nadzorom ATPV na dan 14. 7. 2014**

Abanka Vipava, d. d.	Banka Celje, d. d., bančna skupina Banke Celje	Delo prodaja, družba za razširjanje in prodajo časopisov, d. d.
Aerodrom Ljubljana, d. d.	Cetis, grafične in dokumentacijske storitve, d. d.	DEOS, družba za izgradnjo in upravljanje oskrbovanih stanovanj, d. d.
AG, družba za investicije, d. d.	CIMOS, d. d., Avtomobilska industrija	Deželna banka Slovenije
Alpetour – Potovalna agencija, d. d.	CINKARNA, metalurško-kemična industrija Celje, d. d.	Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d. d.
ALTA skupina, d. d.	Datalab Tehnologije, d. d.	Družba za upravljanje terjatev bank, d. d.
DZS, založništvo in trgovina, d. d., Ljubljana	Hram Holding, finančna družba, d. d.	Javor Pivka, lesna industrija, d. d. - v likvidaciji
Factor Banka, d. d.	Inles, proizvodnja, trženje in inženiring, d. d.	KD, finančna družba, d. d.
Gorenje gospodinjski aparati, d. d.	Interevropa, globalni logistični servis, d. d.	KD Group, finančna družba, d. d.
Grand Hotel Union, d. d.	Intertrade ITA, podjetje za zastopanje tujih firm, d. d., Ljubljana	Kompas mejni turistični servis d. d.
Helios, sestavljeno podjetje za kapitalne naložbe in razvoj, d. d.	Istrabenz, holdinška družba, d. d.	Krka, tovarna zdravil, d. d., Novo mesto
KS naložbe, finančne naložbe, d. d.	Melanin, kemična tovarna, d. d., Kočevje	Nika, investiranje in razvoj, d. d., Brežice
Letrika, d. d.	Mlinotest, živilska industrija, d. d.	Nova Kreditna Banka Maribor, d. d.

**Preglednica 2: Seznam javnih družb pod nadzorom ATPV na dan 14. 7. 2014**

Luka Koper, pristaniški in logistični sistem, d. d.	Modra Linija Holding, finančna družba, d. d.	Nova Ljubljanska Banka, d. d., Ljubljana
M1, finančna družba, d. d., Ljubljana	Nama, trgovsko podjetje, d. d., Ljubljana	Petrol, slovenska energetska družba, d. d., Ljubljana
Maksima Holding, d. d., finančna družba	NFD Holding, finančna družba, d. d.	Pivovarna Laško, d. d.
Plama-Pur, proizvodnja in predelava plastičnih mas, d. d., Podgrad	Republika Slovenija	Sivent, d. d., Ljubljana
Poslovni Sistem Mercator, d. d.	Salus, promet s farmacevtskimi, medicinskimi in drugimi proizvodi, d. d.	Skupina Prva, zavarovalniški holding, d. d.
Pozavarovalnica Sava, d. d.	Sava, družba za upravljanje in financiranje, d. d.	Slovenski Državni Holding, d. d.
Probanka, d. d.	SID - Slovenska Izvozna in Razvojna Banka, d. d.	Tekstilna, tekstilna industrija Ajdovščina, d. d.
PSZ, poslovni sistem, d. d., Celje	Tovarna olja Gea, d. d.	Velana, tovarna zaves, d. d.
Telekom Slovenije, d. d.	Triglav Naložbe, finančna družba, d. d.	Vipa Holding, d. d. - v likvidaciji
Terme Čatež, d. d. Čatež ob Savi	Tušmobil, d. o. o., podjetje za mobilne komunikacije	Zavarovalnica Triglav, d. d.
Terme Dobrna, termalno zdravilišče, d. d.	Unior, Kovaška industrija, d. d.	Zdravilišče Rogaška zdravstvo, hoteli, turizem in upravljanje holding ŽITO.
Žito, prehrambena industrija, d. d.		

Vir: Seznam javnih družb 2014.

Če ATVP ugotovi kršitve zlorabe trga, ima na voljo naslednje ukrepe (ATVP 2011, 6):

- odredi ukrepe za odpravo ugotovljene kršitve,
- odredi začasno zaustavitev trgovanja s finančnimi instrumenti na organiziranim trgu,
- prepove posamezni osebi razpolaganje z njenimi finančnimi instrumenti ali drugim premoženjem,
- začasno prepove posamezni osebi opravljanje dejavnosti oziroma poklica.

Če pa ATVP dejansko ugotovi zlorabo trga, pa lahko vodi postopek o prekršku, skladno s kazenskimi določbami Zakona o trgu finančnih instrumentov (ZTFI, *Uradni list RS*, št. 108/10 – ZTFI-UPB3, 78/11, 55/12, 105/1 – ZBan-1J in 63/13 – ZS-K) za te kršitve. Te kršitve se običajno plačuje v denarni obliki.

Poleg ZTFI pa zlorabo notranje informacije sankcionira tudi Kazenski zakonik (KZ-1, *Uradni list RS*, št. 50/2012 – KZ-1, UPB2).

Za zlorabo notranje informacije je po 238. členu KZ-1 določena zaporna kazen do treh let v primerih, če bi notranja informacija pomembno vplivala na ceno finančnega instrumenta, če oseba notranjo informacijo sporoči tretji osebi ali če oseba nepooblaščno pride do notranje informacije in jo izkoristi za posredno ali neposredno pridobitev ali odsvojitve tega vrednostnega papirja ali drugega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega.

Z do petletno zaporno kaznijo pa je kaznovana oseba, ki je na podlagi notranje informacije pridobila finančne instrumente večjih vrednosti.

### **2.3 Odločbe Agencije za trg vrednostnih papirjev**

Splošni roki za odločanje

Rok za odločanje Agencije o zahtevi za izdajo posameznega dovoljenja oziroma soglasja je določen v 547. členu ZTFI, ki določa, da Agencija v roku šestih mesecev od prejema zahteve odloči o naslednjih zahtevah (ATVP b. l. c):

- za izdajo dovoljenja za opravljanje investicijskih storitev in poslov,
- za izdajo dovoljenja za združitev oziroma delitev in
- za izdajo dovoljenja ali druge odločbe, ki jo izda na zahtevo borznoposredniške družbe na podlagi 5. poglavja ZTFI ali predpisa o upravljanju s tveganji.

O zahtevi za izdajo drugih dovoljenj Agencija odloči v dveh mesecih od prejema zahteve, če zakon za posamezen primer ne določa drugače (ATVP b. l. c).

Če je Agencija izdala sklep o odpravi pomanjkljivosti v roku iz šestega odstavka 544. člena ZTFI, zgoraj navedeni roki ne tečejo od vročitve sklepa do poteka roka za odpravo

pomanjkljivosti oziroma do prejema dopolnitve oziroma poprave vloge, če je ta dopolnjena v roku, določenem s sklepom (ATVP b. l. c).

Če je Agencija pred potekom zgoraj navedenega roka za odločanje vložnika pozvala, da se izjasni o razlogih za zavrnitev zahteve za izdajo dovoljenja, omenjeni rok ne teče od vročitve poziva do poteka roka za izjavo oziroma do prejema izjave, če je bila poslana v roku, določenem s pozivom (ATVP b. l. c).

Borznoposredniška družba mora šest mesecev pred vložitvijo zahteve za izdajo dovoljenja ali druge odločbe, ki jo izda na zahtevo borznoposredniške družbe na podlagi 5. poglavja ZTFI ali predpisa o upravljanju s tveganji obvestiti Agencijo o tej nameri. Če borznoposredniška družba ne ravna v skladu z navedenim, se rok za odločitev o tej zahtevi podaljša za šest mesecev (ATVP b. l. c).

### **3 KAPITALSKI TRG V SLOVENIJI**

Slovenski kapitalni trg je v primerjavi z ostalimi državami Evropske unije precej majhen in spada med razvijajoče se trge. Primerja se lahko s trgi Češke, Slovaške, Madžarske, Poljske in drugimi tranzicijskimi državami. Slovenija spada med tranzicijske in post-tranzicijske države. To pomeni, da gre za prehod iz socialističnega v kapitalistični gospodarski sistem. V Sloveniji je kapitalni trg prisoten približno 20 let in zaradi tega Slovenija in vse tranzicijske države zaostajajo z razvojem kapitalnih trgov. Avtorica Primožič (2013, 22) piše, da je glavni problem tranzicijskih držav zanemarjanje primarnega trga in razvijanje sekundarnega. Moralo pa bi biti ravno obratno, saj je primarni trg razlog za razvoj sekundarnega trga, ker zagotavlja likvidnost finančnim instrumentom.

#### **3.1 Primarni finančni trg**

Primarni finančni trg je trg, na katerem se trguje z novimi izdajami finančnih instrumentov. Posamezniki, podjetja, banke in država na tem trgu izdajajo finančne instrumente, da bi prišli do denarja za financiranje investicij. Največji del primarnih emisij pokupijo investicijske banke.

Nataša Žabkar, svetovalka pri sektorju za upravljanje trgov na Ljubljanski borzi, je na vprašanje o številu podjetij, ki so se v zadnjih petih letih odločila za prvo javno ponudbo delnic (IPO) v elektronski pošti odgovorila, da se od leta 2009 dalje nobeno podjetje, ki kotira na Ljubljanski borzi, ni odločilo za IPO. (prirejeno po Nataša Žabkar, e-pošta, 1. 9. 2014, dostopno pri Ž. K., ziga.koritnik@gmail.com)

Na razvoj primarnega trga kapitala v Sloveniji vplivajo različni spodaj navedeni dejavniki (Vidic 2002 in Vehovec 2010, po Primožič 2013, 24):

- Na področju lastniških vrednostnih papirjev sta problematični majhna dobičkonosnost slovenskih podjetij in velika ponudba delnic iz lastninjenja, na področju dolžniških vrednostnih papirjev pa prevladujoč položaj bank, ki z izdajo obveznic pridejo do dolgoročnih virov sredstev, za katere v obliki posojil posredujejo podjetjem.
- Obdavčitev delnic in obresti: pri doseganju kapitalnega dobička je v Sloveniji delnice potrebno posedovati dvajset let, da ni potrebno plačevati davka, medtem ko letne obresti od depozitov do 1000 evrov niso obdavčene.
- Cena delnic.
- Postopki izdaje: ti so dolgi, prožnost pa majhna kot pri posojilih (v primerjavi z možnostjo predčasnih vračil).
- Svetovna finančna kriza.

#### **3.2 Sekundarni finančni trg**

Sekundarni finančni trg je vrsta trga, na katerem se trguje z že obstoječimi finančnimi oblikami. Izdajatelji svojih obveznic, delnic in kratkoročnih vrednostnih papirjev niso dolžni

odkupiti do dospelja, jih pa lahko imetniki predčasno prodajo na trgu. S prevzemi, ki naj bi bili glavna oblika vlaganj, pride do konsolidacije domačega oziroma tujega lastništva domačega kapitala, ne pa tudi do narodno-gospodarsko zaželenih realnih vlaganj v gospodarstvu prevzetih podjetji. Torej ne pride do povečanja domačega kapitala v gospodarstvu (Merhar 2005, po Kocbek 2008, 16).

Primarni trg v Sloveniji je slabo razvit. Eden od razlogov je, da se slovenska podjetja raje odločajo za bančno kreditiranje, kot da bi si vire financiranja pridobila z izdajo novih lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev.

Slovenski kapitalski trg se uvršča v vrsto kapitalskega trga, za katerega je značilno, da je nastal z uvrstitvijo manjšega števila podjetij na kapitalski trg, in sicer s prvo javno ponudbo delnic (Primožič 2013, 22).

Slovenija je zaradi svoje majhnosti, nelikvidnosti kapitalskega trga in poslovnega okolja, ki je za tuja vlaganja nezanimivo, prepuščena razpoloženju domačih vlagateljev. Slovenski kapitalski trg tako odraža strah domačih vlagateljev zaradi zaostrenih razmer v gospodarstvu, zniževanja kupne moči prebivalstva, političnih razmer ter likvidnostnega krča domačih bank, ki zaradi slabih odločitev v preteklosti niso zmožne podpirati gospodarstva (Janževič 2012, po Primožič 2013, 23).

### **3.3 Učinkovitost trga kapitala**

Primožičeva je v magistrski nalogi definicijo Eugena Fama (Fama 1970, po Primožič 2013, 28) parafrazirala tako, da je idealen tisti trg, na katerem cena zagotavlja natančen signal za dodelitev sredstev: to pomeni trg, na katerem se podjetja odločajo o proizvodno-investicijskih odločitvah in na katerem vlagatelj izbirajo med vrednostnimi papirji pod predpostavko, da cena v vsakem trenutku v celoti odraža vse razpoložljive informacije.

Avtorica Primožič (2013, 28) se v svoji magistrski nalogi ukvarja z učinkovitostjo kapitalskih v Sloveniji. Pravi, da je brez učinkovitosti obstoj trgov nepotreben, saj bi lahko finančni posredniki, poleg lastnih prednosti, sami dovolj dobro določali cene finančnih naložb. Če finančni trgi svoje funkcije ne opravljajo dovolj učinkovito, jih finančni posredniki potisnejo na obrobje finančnega sistema.

Primožičeva (2013, 29) piše, da Slovenija ne izpolnjuje pogojev za učinkovitost trga kapitala, ker je glede na izpolnjevanje predpostavk učinkovitega kapitalskega trga slovenski trg še daleč od učinkovitosti.

Poznamo več vrst učinkovitosti trga kapitala:

- Prva je informacijska oziroma zunanja učinkovitost, ko so cene finančnih naložb na trgu znane in prosto dostopne vsem udeležencem ter izražajo vse razpoložljive informacije

(Grossman 1995, po Primožič 2013, 28). Avtorja Fabozzi in Modigliani (1992, po Primožič 2013, 28 ) takšno učinkovitost imenujeta cenovna učinkovitost. To se dogaja takrat, ko cena finančnega instrumenta v vsakem trenutku popolnoma odraža vse razpoložljive informacije, ki so pomembne za njegovo vrednotenje.

- Druga je alokacijska učinkovitost, ko so cene prihrankov določene tako, da se mejne donosnosti vseh proizvajalcev in varčevalcev izenačijo. Pomemben, vendar ne zadosten pogoj za alokacijsko učinkovitost kapitalskega trga je, da je trg informacijsko učinkovit ter deluje z minimalnimi transakcijskimi stroški (Grossman 1995, po Primožič 2013, 28).
- Tretja je portfeljska učinkovitost, ki predstavlja ožji koncept v primerjavi z drugimi. Omenjeni koncept pravi, da je kapitalski trg oziroma portfelj na kapitalskem trgu učinkovit, ko je varianca donosnosti portfelja čim nižja za katero koli stopnjo pričakovane donosnosti (Bailey 2005, po Primožič 2013, 29 ).

### **3.4 Vloga kapitalskega trga za Slovenijo**

Razviti trg kapitala razširja možnosti financiranja podjetji in preko zniževanja stroškov kapitala, izboljšane strukture financiranja in boljše alokacije sredstev pozitivno vpliva na gospodarsko rast. Koristnost razvitega kapitalskega trga za posamezno gospodarstvo pa je odvisna tudi od konkretnih gospodarskih razmer, ki so se s finančno-gospodarsko krizo v Sloveniji bistveno spremenile. Kriza je pokazale skrite slabosti delovanja našega gospodarstva; bolj razvit trg kapitala bi lahko prispeval k reševanju težav (Ljubljanska borza 2010, 1).

Stanje v Sloveniji je po finančno-gospodarski krizi neugodno. Tudi zato je učinkovit kapitalski trg v Sloveniji nujno potreben. Za izhod iz krize bodo potrebni sistematični ukrepi, ki bodo podpirali domače in tuje povpraševanja po vrednostnih papirjih ter pospeševali ponudbo kakovostnih in raznovrstnih domačih delnic in obveznic. Vloga kapitalskega trga je za Slovenijo še toliko večja, ker so udeleženci trga (finančni posredniki, ponudniki infrastrukture) ključni nosilci izvedbe razvojnih ukrepov (Ljubljanska borza 2010, 1).

Mastnak v Financah (2013) piše, da bi očitek, da so finančna sredstva v Sloveniji neučinkovito razporejena, kot posledica državnega lastništva v največjih bankah, v primeru razvitega kapitalskega trga avtomatično odpadel, saj vlagatelji denar vlagajo izključno na podlagi ocen potencialnih donosov in tveganj projektov, ki jih financirajo. To pa dolgoročno vpliva na gospodarsko rast, zaposlenost in na višino plač v gospodarstvu.

Dober primer kapitalskega trga je Singapur, ki zaradi dobro razvitega gospodarstva privablja tuje vlagatelje. Ti imajo tam svoje poslovne obrate, zato pridobi Singapur dodaten vir financiranja in si zagotovi ustrezne temelje za preskok v razvoju podjetja.

Vlaganje tujih vlagateljev v Slovenijo se izboljšuje, na primer Panasonic in Gorenje v obliki skupnih vlaganj, tuji skladi v delnicah Krke. Dogaja pa se tudi to, da tuja podjetja prevzemajo slovenska, kar se odraža v odpuščanju slovenskih delavcev in spremembah vizije, strategije in



poslanstva podjetja. Sploh v času finančne krize se dokapitalizacije podjetij, ki se z novim vlagateljevim denarjem želijo obdržati nad vodo, vrstijo druga za drugo in zdi se, kot da je sama beseda dokapitalizacija postala sopomenka za obupno reševanje potapljujočega podjetja.

Podjetja so bila v pretežni meri vezana na kredite, če so želela financirati svoj razvoj, rasti in zaposlovati. Kapitala od vlagateljev niso dobila, saj so se ljudje odločali vlagati v bolj neproduktivne naložbe (avto, vikend, hiša, stanovanje). Vsako podjetje, če želi rasti in uspešno poslovati, potrebuje dodatne vire kapitala. Te lahko pridobi doma ali v tujini. Podjetja, ki so sedaj prezadolžena, tega niso storila, ker so jim banke nudile ugodne kreditne pogoje z nizkimi obrestnimi merami. Vseeno pa je potrebno poudariti, da slovensko prebivalstvo nima presežnih finančnih virov, da bi vlagalo v delnice podjetij.

Avtor je v svojem blogu zapisal: »Do velike zadolženosti slovenskih podjetij je torej prišlo na eni strani zaradi procesa privatizacije, ki je bila ob izbranem načinu možna le na kredit. Drugo pa ljudje preprosto niso imeli presežnih finančnih sredstev za kapitalske naložbe, menedžment pa se je odločil za razvoj na osnovi posojilnih sredstev. V tem smislu bi lahko sicer pritrdili guvernerju dr. Kranjcu, da smo zanemarili pomen lastniškega kapitala. Je pa vseeno dejstvo, da domačega praktično ni bilo in zato so bila poleg tujega kapitala posojila več ali manj edini vir za financiranje gospodarskega razvoja.« (Kordež 2013)

Dokapitalizacija podjetij je nujna; če se bo eno podjetje uspešno dokapitaliziralo, bodo temu zgledu sledila še druga, ki si bodo projekte financirala preko domačega kapitalskega trga. To bo to imelo izjemno pozitivne posledice za celotno domače gospodarstvo, ki bo na ta način prejelo razvojni pospešek.

Za izboljšanje kakovosti in likvidnosti kapitalskega trga je pomembna uporaba pravilne kombinacije ukrepov, ki mora delovati na vse naštetе dejavnike hkrati in so v nadaljevanju razvrščeni v tri skupine (Ljubljanska borza 2010, 2):

- ukrepi in aktivnosti za večje zaupanje in večji kakovost na trgu kapitala,
- ukrepi in aktivnosti na strani povpraševanja,
- ukrepi in aktivnosti na strani ponudbe.

### **3.5 Vloga ATVP pri zagotavljanju transparentnosti in varnosti za vlagatelje**

Na podlagi zakonodaje in odvisnosti od subjekta, ki je vpleten ali je sodeloval pri poslu ali pri ugotovljeni kršitvi ali zlorabi, Agencija zbere tisto dokumentacijo, za katero oceni, da jo bo potrebno pregledati v primeru suma posamezne kršitve. Pridobljena dokumentacija je včasih potrebna za razjasnitev vseh okoliščin, ki so vplivale na vzrok kršitve. Agencija ima možnost, da tudi od posameznikov zahteva pisno izjavo ali opravi njihovo zaslišanje, če gre za zlorabo notranjih informacij (Mozetič 2005, 34).

Po pridobljeni dokumentaciji je posebej pomembno, da lahko Agencija v celoti rekonstruira potek dogodkov, vpletenost posameznih subjektov v posle, oceni ugotovljeno škodo, predvidi možnosti za odpravo kršitev ter v grobem določi nabor možnih ukrepov Agencije (Mozetič 2005, 34).

Beseda transparentnost pomeni jasnost in razvidnost nečesa. V primeru trga kapitala pomeni možnost vpogleda v informacije ter podatke posameznih pravnih in fizičnih oseb. Za učinkovito transparentnost je potrebno, da so vse informacije in podatki, ustvarjeni na kapitalskem trgu, na voljo vsem vlagateljem, tako slovenskim kot tujim. V današnjem času, ko je uporaba informacijske tehnologije zelo pogosta, je transparentnost (v smislu objave podatkov in informacij na spletnih straneh) zelo enostavna. Vse javne delniške družbe na spletnih straneh objavljajo letna poročila in bilance stanja, kar je v pomoč potencialnim vlagateljem, pa tudi pravnim osebam, saj se ob pozitivnih bilancah in letnih poročilih vlagatelji lažje odločijo za vlaganje prihodkov v njihove delniške družbe.

Pri učinkoviti transparentnosti je vloga Agencije za trg vrednostnih papirjev zelo velika. Nadzira in preverja, če vse na trgu kapitala deluje v skladu z zakonodajo. Zakon o trgu finančnih instrumentov določa pravila, kako morajo javne družbe objavljati informacije, pri tem pa je vloga Agencije preverjati pravilnost objavljanja informacij in morebitne nepravilnosti sankcionirati. S tem omogoča, da je trg kapitala bolj transparenten in vlagatelji dobijo vse potrebne informacije. Agencija za trg vrednostnih papirjev namenja posebno pozornost komuniciranju z javnostmi. To so zavezanci za poročanje, delničarji, vlagatelji, mediji, domače in tuje sorodne institucije in drugi. Pri komuniciranju pomaga komunikacijski kanal. To je spletni portal, na katerem Agencija vsakodnevno objavlja pomembne informacije o svojem delu, kar še dodatno pomaga pri transparentnosti delovanja javnih družb in ostalih oseb.

V zadnjih letih je Agencija pripravila več gradiv, na primer spletno rubriko Varstvo vlagateljev in informativne zloženke s predstavitvijo področja dela Agencije za trg vrednostnih papirjev. Leta 2011 je skupaj z Generalno policijsko upravo izdala zloženko z naslovom Denarne verige. Redno objavlja opozorila vlagateljem – tako svoja kot tudi opozorila tujih nadzornikov trga vrednostnih papirjev. V letu 2013 je pripravila tudi obsežno interaktivno aplikacijo e-ZISDU-2, v kateri je zakonsko besedilo dopolnila s povezavami na splošne akte, sprejete na njegovi podlagi, evropsko zakonodajo, komentarje Agencije za trg vrednostnih papirjev, stališča sveta Agencija za trg vrednostnih papirjev in sodno prakso. Istega leta je izdala tudi Pojasnila in praktične vidike Zakona o prevzemih, v zaključni fazi pa je tudi priprava aplikacije e-ZTFI. Navedene aplikacije oziroma dokumenti služijo kot delovni pripomoček ponudnikom finančnih storitev in drugi zainteresirani javnosti (ATVP b. l. č).

Leta 2008 je ATVP uvedla elektronsko – matično – poročanje, ki je do danes postopoma v celoti nadomestilo poročanje v fizični obliki. Navedena platforma predstavlja velik preskok v

načinu zbiranja podatkov Na eni strani je razbremenila zavezanca za poročanje, po drugi strani pa omogočila ATVP bolj kakovostno obdelavo podatkov in s tem celovitejši nadzor. Na področju informacijske tehnologije je pomemben tudi sistem za centralno shranjevanje nadzorovanih informacij (CSI), torej sistem, ki omogoča centralno obveščanje javnosti in vlagateljev o izdajateljih finančnih instrumentov, ki ga na podlagi pooblastila upravlja Ljubljanska borza (ATVP b. l. č).

Za dodatno varnost in preprečevanje raznih zlorab na kapitalskem trgu je Agencija za trg vrednostnih papirjev povezana z drugimi institucijami, kot so Banka Slovenije, Agencija za zavarovalniški nadzor, Davčna uprava RS, Agencija za javni nadzor nad revidiranjem, Urad za preprečevanje pranja denarja in z drugimi organi pregona. Pri tem sodelovanju gre največkrat za izmenjavo informacij in nadzornih praks, pa tudi za izobraževanje s področja vrednostnih papirjev. ATVP je aktivno vpletena tudi v mednarodne trge finančnih instrumentov. Z vstopom Slovenije v Evropsko unijo je Agencija za trg vrednostnih papirjev postala članica združenja nadzornikov trga kapitala držav članic. Za krepitev stabilnosti in zagotavljanje varnosti kapitalskega trga Agencija za trg vrednostnih papirjev opravlja nadzor skladno z zakonskimi zahtevami in možnostmi, licenciranjem in reguliranjem ter zagotavlja spoštovanje veljavne zakonodaje vseh udeležencev kapitalskega trga (ATVP b. l. č).

Urejenost kapitalskega trga je za Slovenijo po mnenju Agencije za trg vrednostnih papirjev zelo pomembna, saj bi pripomogla k hitrejšemu izhodu iz krize in izboljšanju vrednosti portfelja bank. Težava pa nastane, ker v politiki ni zanimanja za kapitalski trg in ni ustrezne podpore drugih finančnih in nadzornih institucij ter regulatorjev. Država namreč rajši pomaga bankam, kar se vidi v ustanovitvi družbe za upravljanje terjatev, na katero so banke prenesle slabe terjatve. Država zaradi kriznih razmer uniči investicijske družbe, sklade in sredstva malih vlagateljev (Glavič 2014). Zaradi sanacij bank se slovenski trg seli v tujino ali v tuje banke, ki imajo podružnice v Sloveniji.

V letu 2013 je Banka Slovenije izdala odločbo o izbrisu 100.460 imetnikov bančnih delnic, 2000 lastnikov podrejenih obveznic in prek 500.000 državljanov, ki varčujejo v pokojninskih družbah, družbah za upravljanje in zavarovalnicah. Tudi zato se vlagatelji ne odločajo več vlagati denar v državo in njene banke (Glavič 2014).

### **3.6 Zakonske definicije**

Kaj so nadzorovane informacije? Nadzorovana informacija je po 106. členu ZTFI vsaka informacija, ki jo mora razkriti javna družba ali druga oseba, ki je zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu brez soglasja javne družbe. Obveznost javne družbe je tudi objava letnih poročil, kar je natančno določeno v 110. členu ZTFI, ki pravi, da mora javna družba objaviti letno poročilo najpozneje v štirih mesecih po koncu

poslovnega leta in zagotoviti, da ostane javno dostopno najmanj pet let po njegovi objavi, objaviti pa mora tudi revizorjevo poročilo.

133. člen ZTFI določa, da mora vsaka javna družba predložiti nadzorovane informacije Agenciji. Če javna družba oziroma oseba, ki je brez soglasja javne družbe zahtevala uvrstitev vrednostnih papirjev v trgovanje na organiziranem trgu, objavi nadzorovano informacijo, mora hkrati vsebino te objave predložiti Agenciji in slednjo obvestiti o načinu te objave.

Agencija lahko objavi nadzorovane informacije, ki so ji bile predložene po prvem odstavku 133. člena ZTFI, na svojih javnih spletnih straneh.

Če namerava javna družba spremeniti svoj statut oziroma pravila družbe, mora predlog sprememb takoj, ko je mogoče, in najpozneje do dneva zasedanja skupščine, ki bo odločala o teh spremembah, predložiti: agenciji in upravljavcu organiziranega trga.

Agencija v 145. členu ZTFI zahteva, da se vsaka informacija javno objavi. Če javna družba tega ne stori, lahko Agencija na stroške javne družbe objavi informacije.

#### 4 NOTRANJA INFORMACIJA

Po 373. členu ZTFI je notranja informacija opredeljena kot vsaka natančna informacija, ki ima naslednje značilnosti:

- je natančna,
- ni bila objavljena,
- se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov in
- bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na cene teh finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

V zvezi z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago je notranja informacija vsaka natančna informacija:

- ki ni bila objavljena,
- ki se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izvedenih finančnih instrumentov na blago in
- za katero uporabniki trga z izvedenimi finančnimi instrumenti na blago pričakujejo, da jo bodo prejeli ob upoštevanju priznanih tržnih običajev na teh trgih.

Za osebo, ki opravlja posle v zvezi z izvrševanjem naročil strank, je notranja informacija tudi informacija, ki jo je tej osebi dala stranka v zvezi z njenim neizvršenim naročilom in ki ima značilnosti iz 1., 3. in 4. točke prvega odstavka 373. člena ZTFI.

Domneva se, da je informacija natančna po prvem odstavku tega člena:

- če označuje sklop okoliščin, ki obstajajo, ali je mogoče razumno pričakovati, da bodo nastopile, ali dogodek, ki se je zgodil, ali je razumno mogoče pričakovati, da bo nastopil, in
- če je zadosti podrobna, da je na njeni podlagi mogoče sklepati o mogočih učinkih teh okoliščin ali dogodka na cene finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

Informacija z značilnostmi iz 4. točke prvega odstavka 373. člena ZTFI je informacija, ki bi jo razumen vlagatelj uporabil kot del podlage za svojo naložbeno odločitev.

Za zlorabo notranje informacije je po 238. členu KZ-1 določena kazen do treh let zapora. Enaka kazen je določena tudi, če bi notranja informacija pomembno vplivala na ceno finančnega instrumenta, če oseba notranjo informacijo sporoči tretji osebi ali če oseba nepooblaščno pride do notranje informacije in jo izkoristi za posredno ali neposredno pridobitev ali odsvojitev tega vrednostnega papirja ali drugega finančnega instrumenta zase ali za koga drugega. Če pa je oseba na podlagi notranje informacije pridobila finančne instrumente večjih vrednosti, je določena do petletna zaporna kazen.

#### 4.1 Prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij

382. člen ZTFI določa, da je oseba, ki je notranjo informacijo pridobila:

- kot član organa vodenja ali nadzora izdajatelja,
- kot imetnik deleža v kapitalu izdajatelja,
- ker ima dostop do informacij pri opravljanju svoje zaposlitve, poklica ali nalog,
- s kaznivim dejanjem, te notranje informacije ne sme uporabiti za neposredno ali posredno pridobitev ali odtujitev finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša, oziroma za poskus pridobitve ali odtujitve teh finančnih instrumentov, in sicer niti za svoj račun niti za račun druge osebe.

Če je oseba iz prvega odstavka tega člena pravna oseba, se prvi odstavek tega člena uporablja tudi za fizično osebo, ki v tej pravni osebi sodeluje pri odločanju o opravljanju poslov za račun te pravne osebe.

To pa ne velja za posel, ki je opravljen zaradi izpolnitve zapadle obveznosti glede pridobitve ali odtujitve finančnih instrumentov, če je ta obveznost nastala na podlagi pravnega posla, ki je bil sklenjen, preden je oseba, ki je subjekt prepovedi, pridobila notranjo informacijo.

383. člen ZTFI, ki govori o drugih prepovedih glede zlorab notranjih informacij, določa tudi, da oseba, ki je subjekt prepovedi iz 382. člena ZTFI, tudi ne sme:

- razkriti notranje informacije nobeni drugi osebi, razen če to stori pri običajnem opravljanju svoje zaposlitve, poklica ali nalog,
- na podlagi notranje informacije priporočati drugi osebi ali jo napeljevati, da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se ta informacija nanaša.

Agencija izvaja nadzor nad kršitvami prepovedi uporabe notranjih informacij, kar natančneje določa 10. poglavje ZTFI. Zahteva lahko ustrezna pojasnila:

- od oseb, ki so jim notranje informacije neposredno dostopne ali pa od oseb, ki neposredno sodelujejo pri sprejemanju naročil za nakup finančnih instrumentov,
- od izdajateljev vrednostnih papirjev, s katerimi se trguje v Republiki Sloveniji,
- fizičnih in pravnih oseb, ki sprejemajo naročila ali se ukvarjajo s posli, v katerih sodelujejo finančni instrumenti,
- fizičnih in pravnih oseb, ki bi lahko vedele, kako so bile notranje informacije zlorabljene,
- od zaposlenih in članov uprav iz prejšnjih točk.

Da bi ATPV pridobila vse informacije glede zlorab notranjih informacij, lahko zahteva dostop do katerega koli dokumenta, zahteva kopijo, lahko opravi pregled poslovanja, lahko si pregleda izpiske telefonskih števil uporabnika telefona, lahko jim odredi prenehanje vseh aktivnosti, zahteva zaustavitev trgovanja s finančnim instrumentom, lahko se pogovarja z osebami, ki bi kar koli vedelo o nedovoljenih poslih ali pa vložijo zahtevek pri sodišču, državnemu tožilstvu, Policiji, Banki Slovenije, organu, pristojnem za nadzorovalni nadzor, organu za preprečevanje pranja denarja, borzi vrednostnih papirjev, klirinško-depotni družbi ali pristojnemu nadzornemu organu druge države. Vse ukrepe lahko Agencija razkrije javnosti.

## 4.2 Obveznosti razkrivanja notranjih informacij

Agencija za trg vrednostnih papirjev uporablja posebna pravila, ki določajo razkrivanje notranjih informacij.

Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih priporočilih (*Uradni list RS*, št. 6/2012 z dne 27.1.2012) v 26 členih natančno določa pravila in postopke za obveščanje o notranjih informacijah in naložbenih priporočilih.

Poglavje *Ustrezno razkritje notranje informacije* določa, da mora izdajatelj ustrezno razkriti in takoj objaviti vse notranje informacije, ki se nanašajo nanj ali na finančni instrument, katerega izdajatelj je. To velja za izdajatelja ali osebo, ki deluje v njegovem imenu, Če ta oseba razkrije notranjo informacijo nekomu tretjemu, jo je izdajatelj dolžan objaviti takoj, ko je to mogoče, najkasneje takrat, ko jo razkrije tretji osebi. Lahko se zgodi, da tretja oseba od izdajatelja notranjo informacijo dobi nenamerno. Takrat mora izdajatelj Agencijo obvestiti takoj naslednji delovni dan. Ni pa potrebno objaviti notranje informacije, če je tretja oseba zavezana, da notranjih informacij ne bo uporabila sebi v prid.

Tretje poglavje Sklepa govori o *pogojih za odložitev objave notranje informacije*. Izdajatelj lahko na lastno odgovornost odloži objavo notranje informacije, da zaščiti svoj interes, če izpolni zahtevo iz 2. odstavka 386. člena ZTFI. O tej odločitvi pa mora izdajatelj takoj obvestiti Agencijo. Če oseba odloži objavo skladno s trenutno veljavnimi pričakovanji, se šteje, da ni verjetno, da bi s tem lahko zavajala javnost, če vsebina informacije ni v nasprotju s trenutno veljavnimi pričakovanji vlagateljev ali javnosti o gibanju tržnega tečaja vrednostnih papirjev. Pomembno pri odložitvi objave notranje informacije je, da je izdajatelj dolžan ohraniti zaupnost notranje informacije, tako da zagotavlja ustrezen nadzor nad dostopom do te informacije in nad njeno uporabo.

Izdajatelj mora skladno z določbami poglavja *Obvestilo agenciji o odložitvi objave notranje informacije* nemudoma obvestiti Agencijo o odložitvi objave notranje informacije. To naredi tako, da izpolni obrazca o odložitvi objave notranje informacije (ODNI) v Nacionalnem sistemu za poročanje (NRS).

Sklep določa tudi *vsebino in način vodenja seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije*: izdajatelj mora sestaviti seznam oseb, ki imajo redni in občasen dostop do notranjih informacij. Osebo s seznama mora o tem obvestiti in jo seznaniti z vsemi pravili in predpisi. Za vodenje seznama uporablja obrazec, ki je namenjen poročanju o osebah, ki so jim dostopne notranje informacije (SONI-1). Seznam lahko izdajatelj tudi dopolni, vendar mora o vseh dopolnitvah takoj naslednji delovni dan obvestiti Agencijo. Da bo seznam verodostojen ves čas obstoja, mora izdajatelj predstaviti pogoje: dostop do podatkov in dopolnitvi podatkov iz seznama je omogočen le pooblaščenim osebam, ki je seznanjena s predpisi in notranjimi akti.

## 5 TRŽNA MANIPULACIJA

Po 374. členu ZTFI je tržna manipulacija sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje, ki daje (ali je verjetno, da lahko daje) napačno ali zavajajočo predstavo udeležencem trga glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta. Hkrati je to tudi sklenitev posla, s katerim oseba (ali več oseb, ki delujejo povezano) zagotovi ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni, razen če oseba, ki je sklenila ta posel oziroma dala naročilo za trgovanje, dokaže, da je bil poslovni razlog za tako ravnanje zakonit in da so ti posli oziroma naročila za trgovanje v skladu s priznanimi tržnimi običaji na trgu, na katerem so bili sklenjeni oziroma dani.

Tržna manipulacija je tudi sklenitev posla ali izdaja naročila za trgovanje z uporabo fiktivnih sredstev ali katere koli druge oblike prevare ali zavajanja. Tretja definicija tržne manipulacije je razširjanje informacije, ki daje (ali je verjetno, da lahko daje) napačen ali zavajajoč znak glede finančnega instrumenta, vključno z razširjanjem govoric in napačnih ali zavajajočih novic prek medijev, vključno s svetovnim spletom ali kakor koli drugače, če oseba, ki razširja informacijo, ve ali bi morala vedeti, da je informacija napačna ali zavajajoča.

### 5.1 Domneve in kazalniki tržne manipulacije

Kazalniki tržne manipulacije so okoliščine, ki same po sebi še ne ustvarjajo nujno domneve tržne manipulacije, udeleženci trga in Agencija za trg vrednostnih papirjev pa jih morajo upoštevati pri presoji poslov in naročil za trgovanje.

Po 375. členu ZTFI se domneva, da imajo značilnosti tržne manipulacije iz 374. člena naslednja ravnanja:

- ravnanja posamezne osebe ali več oseb, ki delujejo povezano in ki so opravljena zato, da bi se zagotovil prevladujoč položaj nad ponudbo ali povpraševanjem po finančnem instrumentu in katerih posledica je neposredna ali posredna ureditev prodajne ali nakupne cene ali oblikovanje drugih nepoštenih tržnih pogojev;
- nakupi ali prodaje finančnih instrumentov, opravljeni ob koncu trgovanja, katerih posledica je zavajanje vlagateljev, ki ravna na podlagi zaključnih cen;
- uporaba prednosti, ki jo daje možnost občasnega ali rednega dostopa do tradicionalnih ali elektronskih medijev za izražanje mnenja o finančnem instrumentu ali posredno o izdajatelju finančnega instrumenta, pri čemer je oseba, ki izraža mnenje, prej pridobila ta finančni instrument ali ustrezno pozicijo v tem finančnem instrumentu in dosegla korist od učinka, ki ga je imelo izraženo mnenje na ceno tega finančnega instrumenta in hkrati s tem, ko je izrazila mnenje, ni razkrila nasprotja interesov iz prejšnje alineje javnosti na pravilen in učinkovit način.

V zloženki *Prepovedana ravnanja zlorabe trga finančnih instrumentov* je predstavljen primer (ATVP 2011): » Oseba kupi delnice in v nadaljevanju razširja zavajajoče informacije z



namenom rasti cene delnic. Investitorji dobijo napačno predstavo o ceni delnic in vrednosti naložbe v delnico, kar pripelje do napačnih naložbenih odločitev vlagateljev.«

Kazalniki tržne manipulacije po drugem odstavku 375. člena ZTFI so okoliščine, ki same po sebi še ne ustvarjajo nujno domneve tržne manipulacije ter jih morajo udeleženci trga in Agencija upoštevati pri presoji poslov in naročil za trgovanje. Kazalniki tržne manipulacije iz 1. točke prvega odstavka 374. člena so zlasti naslednje okoliščine:

- obseg, do katerega dana naročila za trgovanje ali sklenjeni posli pomenijo pomemben delež skupne dnevne količine poslov s finančnimi instrumenti, ki so predmet presoje, na upoštevem organiziranem trgu, še zlasti, če je posledica teh ravnanj pomembna sprememba cene finančnih instrumentov;
- obseg, do katerega naročila za trgovanje, ki so jih dale osebe, ki imajo pomembno nakupno ali prodajno pozicijo v finančnem instrumentu, ali posli, ki so jih sklenile te osebe, povzročijo pomembno spremembo cene tega finančnega instrumenta ali cene s tem finančnim instrumentom povezanega izvedenega finančnega instrumenta ali cene osnovnega instrumenta, povezanega s tem finančnim instrumentom;
- ali je izpolnitev sklenjenih poslov povzročila spremembo beneficiarnega (končnega) imetnika finančnih instrumentov, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu;
- obseg, do katerega imajo dana naročila za trgovanje ali sklenjeni posli vse naslednje značilnosti: povzročijo zamenjavo pozicij v finančnem instrumentu, ki je predmet presoje, za kratko obdobje, so pomemben delež skupne dnevne količine poslov s finančnimi instrumenti, ki so predmet presoje, na upoštevem organiziranem trgu, in jih je mogoče povezati s pomembno spremembo cen finančnih instrumentov, ki so uvrščeni v trgovanje na organiziranem trgu;
- obseg, do katerega naročila za trgovanje, ki so dana, ali posli, ki so opravljeni v kratkem časovnem razponu znotraj trgovalnega časa na posamezen trgovalni dan na organiziranem trgu, povzročijo spremembo cene, ki se nato spremeni v obratno smer;
- obseg, do katerega dana naročila za trgovanje spremenijo predstavitev najboljše nakupne ali prodajne cene finančnega instrumenta, ki je uvrščen v trgovanje na organiziranem trgu, ali na splošno spremenijo predstavitev knjige oziroma seznama naročil za trgovanje, dostopnega udeležencem trga, in so umaknjena, preden so izvršena;
- obseg, do katerega naročila za trgovanje, dana v času, ko se izračunavajo referenčne cene, poravnalne cene ali vrednotenja, ali posli, sklenjeni v tem času, povzročijo spremembo tistih cen, ki vplivajo na spremembo referenčne cene, poravnalne cene ali vrednotenja.

Kazalniki tržne manipulacije iz 2. točke prvega odstavka 374. člena ZTFI so zlasti:

- če pred naročilom za trgovanje, ki ga je dala določena oseba, ali po tem naročilu ali poslu, ki ga je sklenila ta oseba, ta oseba ali oseba, ki je z njo povezana na način iz drugega odstavka 377. člena tega zakona – to je izvršni direktor ali drug vodstveni delavec izdajatelja - razširi lažne ali zavajajoče informacije,
- če pred naročilom za trgovanje, ki ga je dala določena oseba, ali po tem naročilu ali poslu, ki ga je sklenila ta oseba, ta oseba ali oseba, ki je z njo povezana na način iz drugega odstavka 377. člena tega zakona, izdela ali razširi raziskavo ali naložbeno priporočilo, ki je napačno, pristransko ali je nanj očitno vplival pomemben interes.

Mavko v članku Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI piše, da je tržna manipulacija s tečaji finančnih instrumentov ravnanje, ki ponudbo in povpraševanje po finančnih

instrumentih spremeni oziroma izkrivi v korist nekaterih udeležencev na račun drugih udeležencev trga finančnih instrumentov (Mavko 2011, 1616). Razlog za zakonsko ureditev prepovedi tržnih manipulacij je dejstvo, da je zaradi ravnanja osebe ali več oseb, ki izvajajo tržno manipulacijo (manipulatorji), cena posameznega finančnega instrumenta drugačna (nižja ali višja), kot bi bila brez tržne manipulacije. Primarni učinek tržne manipulacije je v tem, da taki manipulativni vedenjski vzorci ustvarjajo umetno visoke participativne stroške za udeležence trga, ki poskušajo zbrati kapital in ga investirati na trg finančnih instrumentov. Tako morajo vlagatelji, ki ne sodelujejo v tržni manipulaciji, za pridobitev finančnega instrumenta plačati več oziroma za odtujitev finančnega instrumenta prejemajo manj kot v času, ko trgovanje s finančnim instrumentom poteka prosto – brez tržne manipulacije. Donosnost temelji na dejstvu, da drugim udeležencem ni znano, ali manipulator zadeve finančne instrumente dejansko vrednoti po nižji oziroma višji ceni od tržne ali pa so njegova ravnanja usmerjena le k manipulaciji tržne cene. Posledično transfer premoženja od investitorjev na trgu finančnih instrumentov k manipulatorjem odvrča zunanje oziroma potencialne investitorje od vlaganja v ta trg, obenem pa že sama prisotnost manipulatorjev na trgu tudi zmanjšuje učinkovitost trga. Značilnost tržne manipulacije je, da je variabilnost cene finančnega instrumenta v času tržne manipulacije višja kot v času, ko trgovanje s tem finančnim instrumentom poteka prosto. Zato se tržna manipulacija tudi pogosteje pojavlja pri manj likvidnih finančnih instrumentih ter na manj reguliranih trgih, kamor so manj likvidni finančni instrumenti običajno uvrščeni, časovno pa se tržna manipulacija pogosto pojavlja ob pomembnejših korporacijskih dogodkih, kot so nova izdaja delnic, obveznic, poročila o poslovnih dogodkih itd. Tržna manipulacija je preprosto rečeno metoda prerazdelitve premoženja investitorjev k manipulatorju. Tržna manipulacija je pogosteje usmerjena k višanju tečaja finančnega instrumenta, vendar so v praksi znani primeri, ko je bil cilj tržne manipulacije znižati tečaj, saj tudi nevedno manipulatorjem omogoča korist, ki se kaže v nižji nakupni ceni finančnega instrumenta.

Kdo je potencialni manipulator? To so predvsem institucionalni vlagatelji, saj so za izvedbo tržne manipulacije v večini primerov potrebna večja finančna sredstva in dobro poznavanje pravil delovanja kapitalskih trgov, si čimer mali vlagatelji večinoma ne razpolagajo.

## **5.2 Primeri različnih oblik tržne manipulacije**

Obstaja več oblik tržnih manipulacij, ki so podrobno predstavljene v naslednjih podpoglavjih.

### ***5.2.1 Primeri trgovalne tržne manipulacije v obliki napačnih ali zavajajočih transakcij***

Primeri tržne manipulacije v obliki napačnih ali zavajajočih transakcij so (Mavko 2011, 1628):

- Navidezni posli, ki predstavljajo sklepanje poslov s finančnim instrumentom, pri čemer s sklenitvijo posla ne pride do spremembe ekonomskega imetnika finančnega instrumenta, temveč so navedeni posli namenjeni izključno spremembi cene finančnega instrumenta ali ustvarjanju vtisa pomembnosti finančnega instrumenta. Spornost navideznih poslov izhaja predvsem iz dejstva, da ima navedeni posel le zunanje znake posla, ni pa izpolnjen gospodarski namen tega posla. Navidezni posli so lahko posli, pri katerih povpraševanje po določenem finančnem instrumentu in ponudba istega finančnega instrumenta izhajata od iste osebe, ali pa gre za posle med dvema različnima osebama. Za obe vrsti je značilno, da se s sklenitvijo takega posla ustvarja napačna ali zavajajoča predstava glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta, posledično pa to predstavlja korist za manipulatorje. Volja udeleženih strank v nobenem primeru ni prenos lastništva nad finančnim instrumentom. Zato navidezni posli nasprotujejo gospodarski in pravni funkciji transakcij s finančnimi instrumenti preko organiziranega trga, saj ne zagotavljajo povezovanja ponudbe in povpraševanja in tega niti ne želijo.
- Barvanje traku, ki pomeni udeležbo v transakciji ali v seriji transakcij, ki so vidne v sistemu naročil, z namenom dajati vtis o likvidnosti oziroma o spremembi cene finančnega instrumenta.
- Nepravilno usklajena naročila, ki zajemajo transakcije, pri katerih je nakupno in prodajno naročilo vneseno v praktično istem trenutku po enaki ceni ali v enaki količini s strani različnih vnaprej dogovorjenih strank oziroma strank, ki delujejo usklajeno tako, da se takšna naročila in nasprotna naročila teh oseb med seboj oziroma navzkrižno izvršijo. Izjema od navedenega so posli, ki imajo zakonit poslovni razlog in so skladni s pravili posameznega organiziranega trga.
- Prodaja naročil brez namena izvršitve, ki pomeni vnašanje naročil, ki so višja oziroma nižja od predhodne ponudbe oziroma povpraševanja, pri čemer so naročila umaknjena pred izvršitvijo in tako njihov namen ni sklenitev posla, temveč ustvarjanje zavajajoče predstave o ponudbi oziroma povpraševanju, ki naj bi bila na cenovni ravni vnesenega naročila. Z navedenim se namreč drugim udeležencem daje napačna ali zavajajoča informacija glede cene finančnega instrumenta, saj jim vzbuja predstavo, da določena oseba vrednoti finančni instrument po bistveno višjih oziroma nižjih cenah, čeprav dejansko nima namena skleniti posla in naročilo umakne, preden je izvršeno.

### ***5.2.2 Primeri trgovalne tržne manipulacije z namenom določitve cene***

Primeri tržne manipulacije z namenom določitve cene so (Mavko 2011, 1629-1630):

- zaznamba zaprtja, ki pomeni preišljene nakupe oziroma prodaje pred zaključkom trgovanja s posameznim finančnim instrumentom z namenom vplivanja na spremembo zaključnega tečaja finančnega instrumenta;
- prevara na trgu po javni ponudbi, ki pomeni nakupe finančnih instrumentov v prvih trgovalnih dneh po izvedeni javni ponudbi delnic z namenom zvišanja tečaja finančnih instrumentov in poznejše prodaje teh finančnih instrumentov;
- zloraba utesnitve, ki zajema ravnanje, pri katerem si manipulator ali z njim povezane osebe zagotovijo prevladujoč položaj nad ponudbo ali povpraševanjem določenega finančnega instrumenta in ta prevladujoč položaj izkoristijo za vplivanje na ceno finančnega instrumenta v nasprotju s siceršnjimi tržnimi razmerami; drugi vlagatelji, ki želijo pridobiti ali odsvojiti finančni instrument, se morajo namreč podrediti cenovnim zahtevam manipulatorja, saj slednji s svojim položajem določa ceno finančnega instrumenta;

- ustvarjanje cenovne ovire, ki zajema transakcije, s katerimi se ustvarja ovira, da bi cena finančnega instrumenta padla pod določeno raven;
- pretiran razmik, ki predstavlja ravnanje z namenom premikanja oziroma vzdrževanja razmika ponudbe ali povpraševanja daleč od poštenih vrednosti z izkoriščanjem tržne moči oziroma v odsotnosti drugih udeležencev (Mavko 2011, 1630);
- trgovanje na enem trgu z namenom vplivanja na drug trg, ki pomeni opravljane transakcij na enem trgu z namenom vplivanja na ceno finančnega instrumenta na drugem trgu (Mavko 2011, 1630).

### **5.2.3 Primeri z ravnanjem podprte tržne manipulacije**

Primeri tržne manipulacije z uporabo fiktivnih sredstev so (povzeto po Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI):

- Prikrivanje imetništva, ki pomeni transakcijo ali več transakcij z namenom prikrivanja imetništva finančnega instrumenta s kršitvijo dolžnosti poročanja o pomembnih deležih in imetništvu finančnih instrumentov, za račun prikrite stranke. Razkritje je zavajajoče z vidika resničnega imetnika finančnega instrumenta, pri čemer tržna manipulacija ni prodana v primeru obstoja zakonitih razlogov za imetništvo finančnega instrumenta za račun druge osebe, obenem pa tudi vse kršitve obveznosti poročanja ne pomenijo tržne manipulacije (Mavko 2011, 1630).
- Postrganje, ki pomeni ravnanje, ko manipulator z uporabo tradicionalnih ali elektronskih medijev razširi določeno informacijo o finančnem instrumentu ali izdajatelju tega z namenom vplivanja na ceno, pred tem pa sam pridobi določeno količino zadevnih finančnih instrumentov in slednjega ne razkrije ob razširitvi informacije (Mavko 2011, 1630).
- Napihovanje in spuščanje, ki pomeni ravnanje manipulatorja, ki je imetnik določenih finančnih instrumentov in ki nadaljuje s kupovanjem teh finančnih instrumentov z vnašanjem nakupnih naročil po višjih cenah od ponudbe z namenom dviga tečaja predmetnih finančnih instrumentov. Istočasno s kupovanjem finančnih instrumentov lahko manipulator razširi tudi pozitivne informacije glede finančnega instrumenta ali njegovega izdajatelja, s čimer pri drugih vlagateljih dodatno ustvari predstavo o višji vrednosti finančnega instrumenta od poštene. Ko tečaj finančnega instrumenta doseže določeno raven, manipulator po umetno določeni ceni proda celotno količino finančnih instrumentov, katerih imetnik je (Mavko 2011, 1631).
- Uničevanje in kupovanje, ki je nasprotno ravnanje od napihovanja in spuščanja: manipulator namerava kupiti določene finančne instrumente, pri čemer pred tem najprej prodaja iste finančne instrumente po nižjih cenah od drugih prodajalcev ter razširi negativne informacije glede finančnega instrumenta, s čimer pri drugih vlagateljih dodatno ustvari predstavo o nižji vrednosti finančnega instrumenta od poštene. Ko tečaj finančnega instrumenta pade na želeno raven, manipulator po umetno določeni ceni kupi željeno količino finančnih instrumentov (Mavko 2011, 1631).
- Nakup in takojšnja prodaja po objavi, ki pomeni ravnanje, ki ga običajno izvajajo institucionalni vlagatelji, katerih investicijske odločitve so drugim vlagateljem pogosto signal bodočega oblikovanja cene posameznega finančnega instrumenta. Nepošteno ravnanje v zvezi s tem je podano, ko institucionalni vlagatelj finančne instrumente proda nemudoma po javni objavi pridobitve finančnih instrumentov, pri čemer v objavi poudari dolgoročnost investiranja v predmetne finančne instrumente (Mavko 2011, 1631).

#### ***5.2.4 Primeri informacijske tržne manipulacije***

Te oblike vključujejo razširjanje napačnih ali zavajajočih informacij, pri čemer ni nujno, da obenem vključujejo tudi izvajanje transakcij s finančnimi instrumenti. Taka oblika lahko vključuje tudi kršitev objave notranjih informacij ali neustrezno objavo notranjih informacij, ki jih je posamezen izdajatelj dolžan objaviti. Napačne informacije se običajno posredovane preko sredstev javnega obveščanja – televizije, medmrežja, tiskanih medijev in ostalih. (povzeto po Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI).

## **6 ANALIZA UČINKOVITOSTI ATVP PRI PREPREČEVANJU ZLORAB NOTRANJIH INFORMACIJ**

Sodne odločbe in letna poročila ATVP so eden od pokazateljev učinkovitosti Agencije pri preprečevanju zlorab notranjih informacij, saj je iz njih razvidno, koliko sodb na temo zlorabe notranjih informacij je bilo izrečenih v posameznem letu. Ugotoviti je mogoče tudi, ali je število zlorab povečuje ali zmanjšuje. Še vedno pa ostaja dejstvo, da je (kot pri tržni manipulaciji) zloraba notranjih informacij težko dokazljiva oziroma jo je težko najti.

Avtorica Samec (2014) je pisala o zakonodaji na temo notranje informacije: »Prepovedan insajderski posel povzroča škodo gospodarstvu, ker zmanjšuje zaupanje na organiziranem trgu. Problem ga je prepoznati, dokazati in posledično sankcionirati. V Sloveniji od osamosvojitve do danes v javno dostopnih bazah sodnih odločb ni zabeležena niti ena obsodilna sodba zaradi storitve kaznivega dejanja zlorabe notranje informacije. Ureditev insajderskih poslov je dvotirna, saj poleg matičnega zakona (Zakon o trgu finančnih instrumentov - ZTFI), tudi Kazenski zakonik (KZ-1) sankcionira insajderski posel, ki pa kaznivo dejanje zlorabe notranje informacije opredeljuje drugače (ožje), kot je določena prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij v ZTFI. Vendar določbe 238. člena KZ-1 ni mogoče uporabiti brez določb ZTFI o insajderstvu, čeprav njena dispozicija ni blanketna. KZ-1 ne opredeljuje treh objektivnih znakov kaznivega dejanja zlorabe notranje informacije - med drugim tudi ne osrednjega znaka, tj. 'notranja informacija' - in nasploh pomanjkljivo normira insajderski posel. Prav elementi notranje informacije (natančnost, javnost, pomemben vpliv na ceno finančnih instrumentov) in vprašanje njene uporabe so pri ugotavljanju kršitev insajderskih poslov najbolj kompleksni in jim v tem prispevku posvečam osrednjo pozornost, ker gre za analizo dejstev, ki jih morajo poznati: subjekt, na katerega se prepoved insajderstva nanaša, prekrškovni organ (ATVP), organ pregona, ki zbira dokaze in piše obtožni predlog (oz. obtožnico), in sodnik, ko ugotavlja odločilna dejstva.«

Banjanac Lubej (2013) je za spletno stran MMC napravila intervju z Matejem Lahovnikom, ki je razložil prakso za dokazljivost notranje informacije, ki jo izvajajo v ZDA: »V primeru kazenske obravnave "insajderstva" je breme dokazovanja na tožilstvu, ki mora tako dokazati, da je določen "insajder" dejansko uporabil javnosti nedosegljivo informacijo pri svoji odločitvi za nakup ali prodajo vrednostnih papirjev. V postopku civilne obravnave "insajderstva" pa je načeloma dovolj, da ima "insajder" neobjavljeno informacijo ob izvedbi transakcije. Pri tem ostane breme dokazovanja na "insajderju", ki mora dokazati, da ni vzročno-posledične povezave med posedovanjem informacije in trgovanjem.«

### **6.1 Sum zlorabe notranjih informacij**

Zaradi suma zlorabe notranjih informacij je Agencija za trg vrednostnih papirjev leta 2013 na pristojno okrožno državno tožilstvo vložila kazensko ovadbo zoper tri fizične in tri pravne

osebe. ATVP je skladno s svojimi pristojnostmi po Zakonu o trgu finančnih instrumentov zaradi sume storitve kaznivega dejanja opravila nadzor nad zgoraj omenjenimi osebami. Ko je opravila postopek nadzora, je ocenila, da obstajajo razlogi za sum storitve kaznivih dejanj zaradi zlorabe notranjih informacij.

Po KZ-1 je zloraba notranjih informacij kaznivo dejanje, ki se kaznuje z zaporom do treh let.

## **6.2 Sodba zaradi suma zlorabe notranje informacije**

Na Vrhovnem sodišču Republike Slovenije je bila leta 2012 izrečena sodba zaradi izbrisa borznega posrednika iz registra odvisnih borznoposredniških zastopnikov. Agencija je izdala 2 odločbi in sicer št. 06011-2/2008, ki govori o začetku postopka o izbrisu in št. 06011-2/2008-89, ki govori o izbrisu iz registra odvisnih borznoposredniških zastopnikov.

### *Obrazložitev sodnega postopka*

ATVP je z odločbo ugotovila, da je tožena stranka, v tem primeru borzni posrednik, pri opravljanju svojih poslov huje kršila obveznosti, določene s pravili iz prvega odstavka 188. člena Zakona o finančnih instrumentih, in sicer, ker je kot odvisni borznoposredniški zastopnik strankam in morebitnim strankam dajala informacije v zvezi z njihovimi finančnimi instrumenti, ki pa so bile zavajajoče in nepošteno. Zloraba notranjih informacij je potekala tako, da je preko telefonskega kontakta in svetovanja v svojih poslovalnicah z grožnjami o izgubi premoženja svoje stranke usmerjala k takojšnjemu ukrepanju v zvezi z naložbami v določenih vrednostnih papirjih. Pri tem je zaradi podajanja nepoštenih in zavajajočih naložbenih informacij najmanj trikrat storila kršitev iz prvega odstavka 212. člena Zakona o finančnih instrumentih. ATVP je zato izdala izpodbijano odločbo in z njo določila o izbrisu borznega posrednika iz registra borznoposredniških zastopnikov ().

Vrhovno sodišče RS je s sodbo odločilo, da je, ob ugotovljenem dejanskem stanju, izpodbijana odločba Agencije za trg vrednostnih papirjev pravilna in zakonita; zato je sodišče tožbo borznega posrednika zavrnilo.

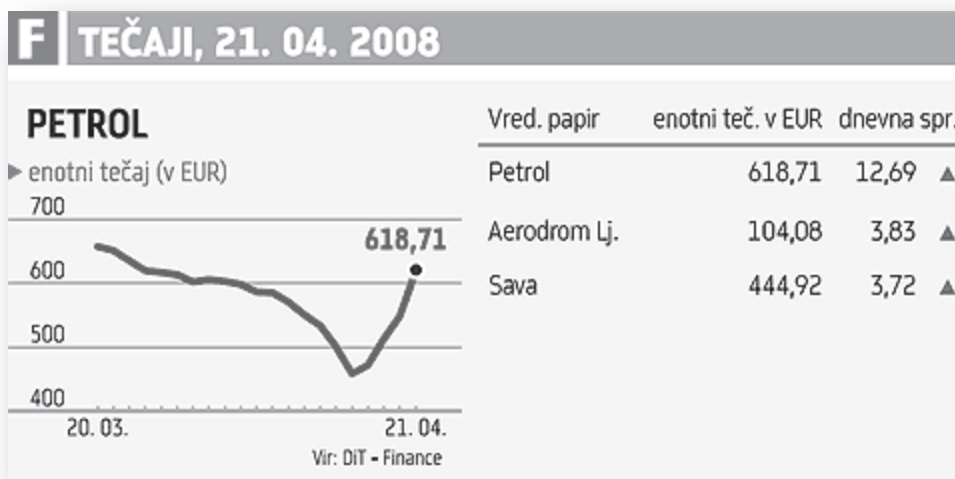
## **6.3 Primer Petrol**

V letu 2008 je takratni direktor Petrola kupil 100 delnic Petrola dva dni pred objavo četrletnih rezultatov poslovanja. Znesek za nakup stotih delnic je znašal 63.000 evrov. Glede na to, da je to storil, preden so rezultati poslovanja prišli v javnost, je to očiten znak zlorabe notranje informacije, saj so takratni rezultati pokazali, da je Petrol posloval zelo dobro. Povečal si je prihodke za 52 %, kar je takrat znašalo 647 milijonov evrov. Sum zlorabe notranjih informacij je ugotovila tudi ATVP, ki je direktorja družbe ovadila. (Ropac 2013)

Direktor družbe se je zagovarjal s tem, da je časopisu Finance povedal, da bo zaradi dobrega poslovanja podjetja kupil delnice. Prav tako pa naj bi navedel, da se s tem, ko je kupil delnice, ni finančno okoristil, kot bi se, če bi delnice Petrola kupil kdaj prej. Tožilstvo je v sodbi potrdilo, da se je direktor udeležil finančnega kolegija, zato je poznal poslovne rezultate. Računovodsko-revizijska služba pa je imela rezultate poslovanja na mizi šele potem, ko je direktor kupil delnice, zato je bil sum zlorabe še manjši. (Ropac 2013)

Sodišče je na podlagi teh dokazov direktorja oprostilo vseh obtožb, saj naj ne bi vedel za poslovne rezultate, medtem ko je kupoval delnice. Sodba pa bi bila lahko tudi drugačna, saj takrat ni bilo pravil, kdaj lahko uprava kupuje delnice. To pravilo je kasneje v letu 2010 izdelal ATVP.

Menim, da sodba ni pravilna in bi direktor moral biti obsojen. Če bi se to kje drugje, kot na primer v ZDA, kjer že sam sum pomeni velike težave za ovadenega in če je še vzročno-posledična povezanost, bi bil direktor skoraj zagotovo obsojen zlorabe notranje informacije. Mnenje sodišča, da direktor ni vedel za poslovne rezultate, ker jih računovodsko-revizijska služba na finančnem kolegiju še ni predstavila, je nepravilno. Oddelki v podjetju, ki so zadolženi za pisanje poslovnih poročil, običajno začnejo preverjati podatke dosti prej, kot pa le nekaj dni, preden objavijo poslovno poročilo, pa čeprav je to samo za četrtoletje. Precej nerazumljivo je, da je trditev, da je direktor delnice kupil, ker naj bi s tem pokazal, kako predan je podjetju in kako mu s tem pomaga, sodišče uporabilo kot dokaz nedolžnosti. Verjetno bi vsak direktor, ki bi hotel notranjo informacijo uporabiti za finančno korist, to tudi storil in tako kupil večje količine delnic.



Slika 1: Tečaj delnice Petrola v letu 2008.

Vir: Borzna kronika: Petrol podiral meje.



Na sliki 1 se vidi dvig tečaja iz okoli 450 evrov na 618,71 evrov, kar se je zgodilo v času, ko je direktor Petrola kupil delnice.

### **Preglednica 2: Učinkovitost ATVP nad zlorabo notranjih informacij**

	2009	2010	2011	2012	2013
Sodbe na sodiščih	1	1	0	0	1
Odločbe ATVP	1	1	0	0	6

Iz preglednice 2 je razvidno število odločb zaradi suma zlorabe notranjih informacij in število sodb na sodišču. V letu 2013 je ATVP izdal šest odločb, v vseh primerih pravnim osebam: NLB, Zavarovalnici Triglav, NDF Holdingu, Etolu, Telekomu Slovenije in Velani. V teh javnih družbah so bile ovadene tudi fizične osebe, ki naj bi zlorabile notranje informacije. Oproščen je bil Telekom Slovenije s fizičnima osebama. Na sodišču je bila v tem letu izrečena (ena) oprostilna sodba, in sicer direktorju Petrola.

#### **6.4 Primer zlorabe notranjih informacij**

V letu 2013 je ATVP preiskoval tudi sum zlorabe notranjih informacij pri fizični osebi, ki je na podlagi notranjih informacij kupovala delnice podjetja Mercator. Ker se je to dogajalo v tujini, kjer ATVP nima pristojnosti, sum zlorabe notranjih informacij še ni dokazan in še ni bila izrečena nobena odločba

#### **6.5 Sum zlorabe notranjih informacij**

ATVP je v letu 2012 nadzorovala eno fizično in eno pravno osebo zaradi suma zlorabe notranjih informacij. Po opravljenem nadzoru je bilo ugotovljeno, da obstajajo vzroki za sum kaznivega dejanja zlorabe notranje informacije, zato je na pristojno sodišče vložila tožbo zoper fizično in pravno osebo.

## 7 REZULTATI UČINKOVITOSTI ATVP PRI ZLORABI NOTRANJIH INFORMACIJ

Od navedenih sumov zlorab je ATVP samo v primeru borznega posrednika dokazal zlorabo notranjih informacij. V nekaterih primerih je sodni postopek še odprt, končnih sodb še ni, v drugih pa ATVP za enkrat samo še nadzoruje pravne in fizične osebe. Dostopni podatki kažejo, da se trend zlorab iz leta v leto zmanjšuje. Iz letnih poročil Agencije za trg vrednostnih papirjev je razvidno, da so obravnavali samo en sum zlorabe notranjih informacij, in sicer v letu 2013; v letih 2011 in 2012 zlorab notranjih informacij v letnih poročilih sploh niso omenili, tako da je mogoče sklepati, da jih niso obravnavali. Kot je razvidno iz preglednice 2, so zlorabe notranjih informacij obravnavali v letih 2009 in 2010. Leto 2013 je bilo na tem področju precej pestro. Sredstva javnega obveščanja so temo obširno obravnavala, odgovorni za nadzor so pojasnjevali, da so sumi zlorab težko dokazljivi in da je naloga ATVP zgolj nadzor, dokler ni dovolj dokazov za izdajo odločbe ali sodni postopek.

Iz letnih poročil Ljubljanske borze (2010, 2011, 2012, 2013, 2014) je razvidno, da se trend sumljivih poslov (tržna manipulacija) na trgu vrednostnih papirjev od leta 2011 zmanjšuje. V letu 2011 je bilo 17 primerov sumljivih poslov, v letu 2012 je bilo 12 primerov, v letu 2013 pa 9 primerov sumljivih poslov, ki jih je Ljubljanska borza predala na pregled Agenciji za trg vrednostnih papirjev. Ker Ljubljanska borza poroča ATVP o delu, pomeni, da ATVP na podlagi podatkov, ki jih pridobi od LJSE, odloča, komu bo izdana odločba in komu ne. (Ljubljanska borza,)

Razlogi za upad zlorab notranjih informacij so predvsem v učinkovitem nadzorovanju in preverjanju letnih poročil javnih družb. S pomočjo informacijske tehnologije lahko institucije, ki opravljajo nadzor, lažje sledijo sumljivim poslom, ki se dogajajo na kapitalskem trgu. Pri notranjih informacijah se lahko pojavi sum zlorabe, ko nekdo kupi večjo vsoto delnic, še preden javna družba objavi poročila o delovanju, čeprav oseba naj ne bi vedela za ta poročila. Pri takšnih dogajanjih ATVP sproži postopek in na podlagi podatkov in informacij, ki jih pridobi, odloča o zadevi. ATVP največkrat preverja osebe na vodilnih položajih javnih družb, saj imajo jasen vpogled v delovanje javne družbe. Poleg teh so (glede na sodne odločbe in odločbe ATVP) notranje informacije največkrat zlorabljali borzni posredniki, predvsem iz subjektivnih razlogov, torej zaradi pridobitve večjih količin denarja v borznoposredniško korist in v korist stranke.

Z ustanovitvijo Komisije za preprečevanje korupcije je Slovenija dobila še eno institucijo, ki pomaga ostalim institucijam pri preprečevanju zlorab na kapitalskem trgu. Tudi to je razlog, da je finančnih zlorab manj oziroma se osebe, ki zlorabijo notranjo informacijo, redkeje znajdejo na sodišču.

## **8 ANALIZA UČINKOVITOSTI ATVP PRI PREPREČEVANJU TRŽNIH MANIPULACIJ**

Analiza sodnih odločb je pokazala, da je tržnih manipulacij za razliko od zlorab notranjih informacij več; to pomeni, da osebe, predvsem borzni posredniki, rajši uporabljajo tržno manipulacijo, saj lahko na ta način borzni posrednik oziroma oseba pod njegovim okriljem pridobi več koristi in zasluži bistveno več denarja (manipulacija cen). Hkrati pa je tržno manipulacijo težko dokazati; preveriti je potrebno ogromno podatkov, da bi v primeru sodbe sodišče tožbi ugodilo.

Agencija za trg vrednostnih papirjev nadzoruje in preverja pravne in fizične osebe, če uporabljajo tržno manipulacijo iz subjektivnih razlogov.

### **8.1 Primer sodbe zaradi tržne manipulacije**

Na okrajnem sodišču v Mariboru, oddelku za prekrške, je bila 20. decembra 2012 izrečena sodba zoper odločbo (opr. št. 014-1080-12/2010) zaradi prekrška po 3. točki prvega odstavka v zvezi s četrtem odstavkom 556. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov ter v zvezi z 20. členom Kazenskega zakonika in 8. členom Zakona o prekrških. Tožena stranka je bila Agencija za trg vrednostnih papirjev, ki je z odločbo o prekršku primer obravnavala že leta 2010. V odločbi je bilo zapisano, da so trije borzni posredniki storili tržno manipulacijo; dvema je bila izrečena globa v višini 1.000 evrov, enemu pa v višini 1.500 evrov. Vsem trem je bilo naloženo plačilo sodne takse.

Obrazložitev sodnega postopka.

Prekršek so kršitelji storili, ker so v nasprotju s 385. členom ZTFI storili tržno manipulacijo iz prve in druge alineje 1. točke prvega odstavka 37. člena ZTFI; v obdobju od 1. 12. 2008 do 27. 5. 2009 so izmenično vnašali v trgovni sistem Ljubljanske borze vrednostnih papirjev naročila za nakup delnic. Prvi borzni posrednik je v vseh trgovnih dneh z vnesenimi naročili in sklenjenimi 36 posli nakupa kupil skupaj 1256 delnic v vrednosti 50.514 evrov za račun družbe. Drugi borzni posrednik je v vseh trgovnih dneh z vnesenimi naročili in sklenjenimi 949 posli nakupa kupil skupaj 52939 delnic v vrednosti 2.379.797 evrov za račun kapitalsko povezanih družb. Tretji borzni posrednik je v vseh trgovnih dneh z vnesenimi naročili in sklenjenimi 102 posli kupil skupaj 6030 delnic v vrednosti 257.268 € za račun kapitalsko povezanih družb. Ti trije borzni posredniki so z navedenimi naročili za nakup delnic s pogostim spreminjanjem količin in cene za tiste delnice v teh naročilih, pri katerih je cena pogosto presegala tako enotni tečaj delnice predhodnega trgovnega dne, kot tudi najvišjo ceno na strani ponudbe delnice, v istem obdobju dajali napačno predstavo udeležencem trga glede povpraševanja in cene delnice ter posledično na posamezen dan sklepali posle po višjih cenah, medtem ko so bili s strani drugih udeležencev na trgu istega dne sklenjeni posli tudi po

nižjih cenah in so obravnavani posli hkrati pomenili nakup 69,49 % deleža vseh delnic, s katerimi se je trgovalo na organiziranem trgu. S tem so borzni posredniki v istem obdobju zagotavljali ceno delnice na nenormalni in umetni ravni.

Sodišča je v sodbi ocenilo, da je Agencija dokazala storitev obravnavanega prekrška. Tudi Vrhovno sodišče RS je v 39. točki navedene sodbe pojasnilo, da je ugotovljene znake tržne manipulacije mogoče sprejeti kot očiten in prepričljiv dokaz. Tako je možno zaključiti, da je ravnanje tožnikov imelo tudi subjektivne značilnosti tržne manipulacije.

Dokazi, ki so pokazali, da je odločba ATVP pravilna, so bili:

- pregled povprečne ocene poslov, sklenjenih po borznih posrednikih, v primerjavi s povprečno oceno ostalih poslov, sklenjenih na organiziranem trgu na določen dan, s prikazom celotnih odstopanj v določenem obdobju,
- pregled odstopanja cene v odkupnih naročilih po borznih posrednikih glede na enotni tečaj prejšnjega trgovalnega dne,
- pregled števila poslov z delnicami po borznih posrednikih in družbah,
- pregled poslov z delnicami po borznih posrednikih in družbah količinsko,
- pregled poslov z delnicami po borznih posrednikih in družbah vrednostno,
- prikaz dni, na katere so posamezni borzni posredniki sklepali posle z delnicami (po posameznih družbah),
- pregled poslov, sklenjenih s sporno delnico, v določenem obdobju, ki so jih sklepali obtoženi borzni posredniki,
- pregled poslov s sporno delnico v določenem obdobju, s primerjavo z borznim posrednikom, ki ni bil vpleten v tržno manipulacijo,
- izpis iz trgovalnega sistema Ljubljanske borze.

Zaključna ocena ATVP na sodišču je bila, »da z vidika obravnave posameznih ravnanj borznih posrednikov, kot samostojnih, ni mogoče presoditi za nedovoljeno, vendar pa je ugotovljen in dokazan dalj časa trajajoč vzorec ravnanja vseh treh borznih posrednikov pri vnašanju naročil v BTS in sklepanje poslov skozi obdobje od leta 2008 do 2009 na račun družbe in z njo povezanih družb. Manipulativnost ravnanj posameznega borznega posrednika se tako odraža v povezavi oziroma usklajenosti s posli preostalih dveh borznih posrednikov, pri vseh skupaj v daljšem časovnem obdobju, v katerem se je enotni tečaj močno zvišal, nato pa je sledil padec tečaja in posamezni poskusi ponovnega višanja enotnega tečaja.«

Sodišče je tudi potrdilo stališče ATVP, ki navaja *»da gre pri navedenih okoliščinah za dejanske znake tržne manipulacije, za okoliščine, ki so zanesljivo kazale na prepovedano ravnanje zlorabe trga. Ker je bilo teh znakov več in so obstajali istočasno, so toliko bolj zanesljivo kazali, da je bilo ravnanje subjektov v trgu manipulativno.«*

Sodišče je podalo mnenje o tem, kako dokazati tržno manipulacijo. *»Po ZTFI ni treba dokazati dejstva tržne manipulacije, na primer, da je dejansko šlo za dejanje napačne predstave glede povpraševanja in cene delnic, temveč zadostuje, da se dokažejo samo relativne okoliščine, ki jih zakon opredeljuje kot okoliščine, ki predstavljajo bazo za domnevo*

*tržne manipulacije. Ob dokazu teh okoliščin pa bi morali tožniki, to so borzni posredniki, dokazati, da pri sklepanju poslov z delnicami v situaciji, ko so bili s strani drugih udeležencev na trgu istega dne sklenjeni posli z delnicami tudi po nižjih cenah, ni šlo za ravnanje, ki ima značilnosti tržne manipulacije, česar pa jim ni uspelo dokazati.»*

Sodišče je na koncu podalo razlago glede navedbe kršiteljev, da bi moral ATVP pri svojem odločanju izhajati iz drugačnih statističnih predpostavk oziroma kazalnikov tržne manipulacije: *»Poprej navedeno velja tudi za kazalnike tržne manipulacije, vendar s to razliko, da kazalniki sami po sebi še ne ustvarjajo nujno domneve tržne manipulacije, da pa jih udeleženci na trgu in ATVP morajo upoštevati pri presoji konkretnih poslov in naročil za trgovanje. Agencija je to storila in ugotovila, da je porast enotnega tečaja delnic in njihovo ohranjanje na višjih ravneh v spornem časovnem obdobju sovpadalo z intenzivnimi vsakodnevnimi nakupi delnic s strani tožnikov, ki so poleg cen, ki so odstopale navzgor, dosegali tudi nadpovprečno velike deleže nakupov delnic za štiri povezane družbe glede na posle nakupov delnic, ki jih je ATVP obravnaval glede na posle nakupov delnic s strani udeležencev na borzi.»*

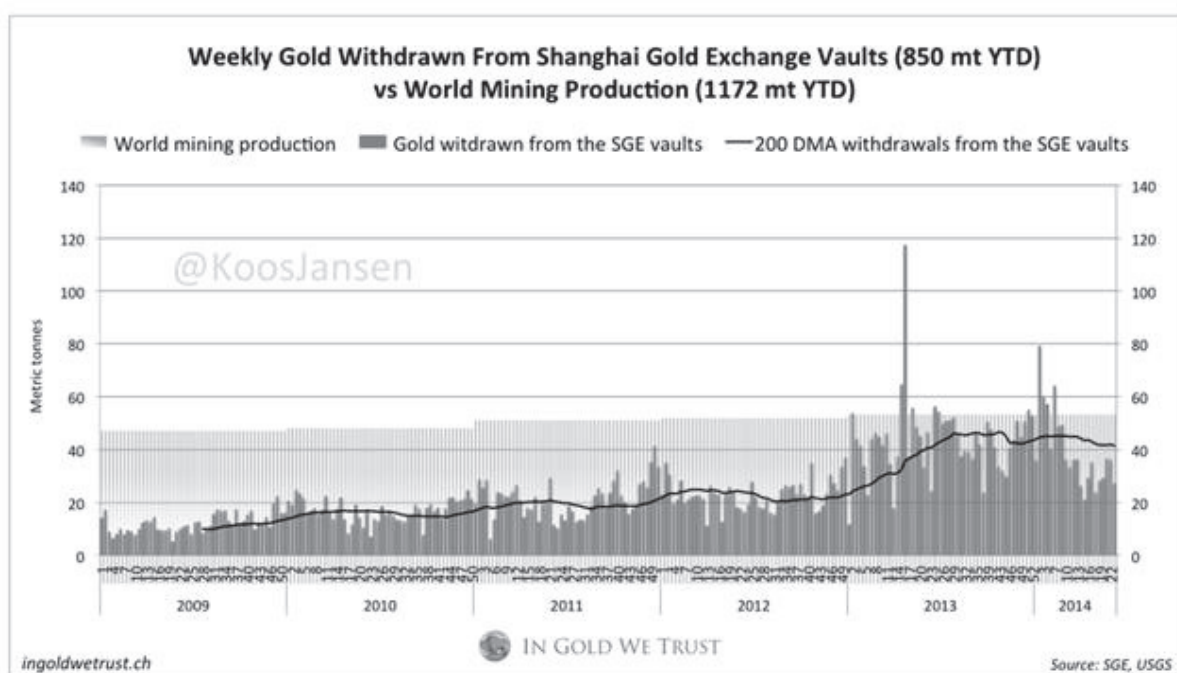
V tem primeru je Agencija z nadzorom oseb, ki so bile vpletene v sodno obravnavo, dokazala, da gre za primer tržne manipulacije in potrdila izdano odločbo. Sodišče je vsem trem borznim posrednikom podalo pravilno odmerjeno globo za prekršek.

Menim, da je tržna manipulacija dosti lažje dokazljiva kot zloraba notranje informacije, ker so vsi podatki o trgovalnih dneh shranjeni in jih imata ATVP in sodišče vedno na razpolago. Prav tako Ljubljanska borza opravlja nadzor in Agenciji za trg vrednostnih papirjev pomaga najti kršitelje.

### **Preglednica 3: Učinkovitost ATVP pri tržni manipulaciji**

	2009	2010	2011	2012	2013
Sodbe na sodiščih	0	1	1	2	0
Odločbe ATVP	1	1	0	0	0

Iz preglednice 3 je razvidno, da je ATVP pri preprečevanju in dokazovanju tržnih manipulacij učinkovitejša kot pri zlorabi notranje informacije, predvsem na sodišču. Sodišče je samo v enem primeru ugodilo tožeči stranki in dalo ATVP primer v ponovno obravnavo.



**Slika 2: Primer tržne manipulacije z zlatom na Kitajskem**

Vir: Insajder 2014.

V sliki 2 so prikazani trije podatki: produkcija zlata na svetu, povpraševanje in cena. Iz grafa je razvidno, da je cena zlata padla, ko je povpraševanje na Kitajskem v letu 2013 strmo naraslo, kar je dokaz o morebitni tržni manipulaciji.

## 8.2 Primer sodbe zaradi suma tržne manipulacije

Na Vrhovnem sodišču RS so leta 2011 obravnavali primer suma tržne manipulacije. Šlo je za odpravo odločbe št. 06011-44/2009-5-(506), ki jo je Agencija za trg vrednostnih papirjev izrekla trem borznim posrednikom zaradi tržne manipulacije iz subjektivnih razlogov.

Analiza sodnega postopka.

Agencija za trg vrednostnih papirjev je ugotovila, da so trije borzni posredniki storili prepovedano ravnanje zlorabe trga iz 10. poglavja Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki govori o prepovedanih ravnanjih zlorabe trga ter drugih obveznosti za preprečevanje in odkrivanje zlorab trga, ker so storili tržno manipulacijo. Podobno kot pri prvih dveh sodbah so tudi v tej borzni posredniki uporabljali enake metode tržne manipulacije. Prvi borzni posrednik je v borzni trgovalni sistem vnašal naročila za nakupe delnic PILR in posredoval pri trgovanju z njimi ter za račun družbe sklenil 36 poslov nakupa s skupaj 1256 delnicami PILR v vrednosti 50.514 evrov. Drugi borzni posrednik je vnašal naročila za nakupe delnic PILR in posredoval pri trgovanju z njimi ter za račun družbe sklenil 949 poslov nakupa s

skupaj 52939 delnicami PILR v vrednosti 2.379.797 evrov. Tretji borzni posrednik pa je vnašal enake delnice kot prva dva in sklenil 102 posla nakupa s skupaj 6030 delnicami v vrednosti 257.268 evrov.

Sodišče je v tej zadevi odločilo, da je bila izpodbijana odločba Agencije za trg vrednostnih papirjev pravilna oziroma pravilno utemeljena; tožba borznih posrednikov je bila zavrnjena.

## **9 REZULTATI ATVP PRI PREPREČEVANJU TRŽNIH MANIPULACIJ**

Pregled treh sodnih odločb je pokazal, da je Agencija za trg vrednostnih papirjev v dveh sodnih procesih sodbo dobila, v enem pa zaradi premalo dokazov in neutemeljenosti pri bistvenih točkah sodnega postopka ne. V vseh treh primerih je ATVP pred postopki na sodišču kršiteljem izrekla odločbe. V vseh treh primerih so bili kršitelji borzni posredniki, kar kaže, da sta za izvedbo tržne manipulacije potrebna znanje s področja vrednostnih papirjev in izkušnje. V vseh treh primerih so uporabljali metodo, pri kateri so z nakupom večjih količin delnic dvignili ceno delnice ter s tem vrednost naložbe. Ceno so vzpostavili na umetni ravni; investitorji dobijo s tem napačno predstavo o ceni delnic in vrednosti naložbe v delnico. To pa pripelje do napačnih odločitev vlagateljev.

Pri pregledu letnih poročil ATVP (2010, 2011, 2012, 2013) je bilo ugotovljeno, da v letu 2013 niso obravnavali tržne manipulacije, pri kateri bi morale odločati sodišče. Da pa preverjanje in nadzorovanje javnih družb, ki jih ATVP sumi tržne manipulacije, ne pride v javnost, Agencija skrbi, da so vse informacije o tem skrite.

Tudi pri pregledu letnih poročil Ljubljanske borze (2010, 2011, 2012, 2013) je bilo ugotovljeno, da natančnih podatkov o številu zlorab tržne manipulacije ni; je pa razvidno, da je sumljivih poslov iz leta v leto manj, kar je dober podatek.

ATVP ne daje informacij o tem, koga obravnava oziroma preverja, zato natančnih podatkov ni. Hkrati pa pri tržnih manipulacijah nenehno nastajajo nove metode prikrivanja, kar Agenciji za trg vrednostnih papirjev otežuje delo.

Informacijska tehnologija in institucije, ki pomagajo pri preprečevanju zlorab tržnih manipulacij, so omogočile, da je dokazanih tržnih manipulacij vsako manj.



## 10 SKLEP

Kapitalski trg za mnoge ljudi predstavlja priložnost povečanja lastnih finančnih sredstev. Veliko ljudi poskuša do pridobitve večjih količin denarja priti po poti, ki je kazniva. Z zornega kota običajnih vlagateljev so za pridobitev večjih količin denarja potrebna preiščena dejanja glede vlaganja denarja v vrednostne papirje. Trg kapitala vseskozi niha in težko je napovedati, kako bo neko podjetje poslovalo, če nimamo potrebnih informacij ali pa če nam pri tem ne pomaga izkušena in izučena oseba, kot je borzni posrednik. Po drugi strani pa je trenutna situacija takšna, da ljudje nimajo dovolj denarja, da bi vlagali v bolj stabilne delnice, saj je cena delnice predraga, samo nakup večjih količin delnic pa bi vlagatelju omogočil neko finančno korist. Za male vlagatelje je najbolje vlagati v delnice podjetij, ki so komaj prišle na trg; cene delnic teh podjetij so nizke in posledično bolj primerne. To velja za agresivne vlagatelje, ki se zavedajo tveganja, ko vlagajo v takšno podjetje. Če vlagatelji niso tako agresivni, je bolje razpršiti svoje premoženje v več stabilnih podjetij, ki imajo konstantno dobre poslovne rezultate; če katero od teh podjetij ne posluje dobro, vlagatelji ne izgubijo vsega denarja. Start-up podjetja so lahko zelo nestabilna; nekatera v nekaj letih zrastejo, povečajo število zaposlenih in dosegajo dobre poslovne rezultate, kar pomeni, da je bila odločitev vlagateljev pravilna, saj so pridobili večje količine denarja po legalni poti. Lahko pa je tudi nasprotno; podjetje ne posluje dobro, odločitev vlagateljev je bila napačna in sledi izguba denarja.

Zato je za vlaganje v delnice potrebno imeti dovolj znanja o dogajanju na kapitalskih trgih in obilo izkušenj. Obstaja pa tudi možnost razpršitve v več delnic različnih podjetij. To omogoča vlagateljem večjo varnost, saj v primeru slabšega poslovanja podjetja ne izgubijo vsega denarja, ki so ga vložili v delnice.

Obstajajo pa ljudje, ki lahko brez potrebnega znanja vlagajo v vrednostne papirje; gre za ljudi, ki so na takšnem položaju, na katerem lahko pridobijo vse potrebne informacije za uspešna vlaganja – notranje informacije. V analizi je bilo ugotovljeno, da so osebe na vodilnih položajih v podjetjih imele dostop do notranjih informacij in se na njihovi podlagi odločale, kako in kam vlagati. Vendar pa je tako zlorabo notranjih informacij težko dokazati. V letih 2009 do 2013 ni bila dokazana nobena zloraba notranjih informacij. Bili so samo sumi zlorab, ko so vodilni v podjetjih, preden so prišla v javnost letna poročila, zaradi dobrega poslovanja kupili večje količine delnic, kar je bilo razvidno iz letnih poročil ATVP.

Pri tržni manipulaciji je stvar nekoliko drugačna. Agencija za trg vrednostnih papirjev je izdala več odločb zaradi tržne manipulacije. Glede na sodne odločbe je bilo za posamezno tržno manipulacijo ovadenih več oseb. Uporabljali so metodo nakupa večjih količin delnic, da bi s tem povečali ceno in zavedli vlagatelje. Tržno manipulacijo so, glede na sodne odločbe, največkrat uporabljali borzni posredniki, saj so imeli možnost učinkovitega nadzora nad dogajanjem na trgu, hkrati pa so razpolagali z delnicami in denarjem svojih strank.

Zato je mogoče reči, da je Agencija za trg vrednostnih papirjev bolj učinkovita pri ugotavljanju zlorab tržnih manipulacij kot pri ugotavljanju zlorab notranjih informacij. Borzni posredniki delujejo po pravilih Ljubljanske borze, ki jih nadzira ter s tem zmanjšuje možnosti zlorab. K učinkovitosti ATVP pri preprečevanju tržnih manipulacij pa pripomore tudi informacijska tehnologija, ki natančno beleži podatke, Agencija pa jih lahko uporabi v postopkih dokazovanja zlorab.

Avtorji Horvat, Hiršl in Pušenjak (2012, VII) so v Pravni praksi napisali, da bi bilo za zmanjšanje zlorab notranjih informacij potrebno urediti odškodninsko odgovornost insajderjev in povečati pooblastila ATVP kot glavnega nadzornega organa: »Glede na urejenost tega področja v drugih državah, je pomembno, da ima ATVP večja pooblastila. Poleg normativnih ukrepov (sankcioniranje za prekrške in izrekanje upravnih sankcij) bi bilo dobro, da bi ATVP imela možnost, da bi pri kršitvah sklepanja insajderskih poslov uveljavljala verzijske zahteve iz naslova okoriščenja posameznikov in tudi civilne kazni do določene višine. Če bi zakonodajalec vzpostavil takšno ureditev, bi s tem insajderju grozilo, da bi izgubil več, kot bi nezakonito pridobil. Dodatni ukrepi bi bili smiselni že zato, da odvzem premoženjske koristi ne bi bil več vezan na ugotovljeno kaznivo dejanje. Učinkovita pooblastila bi ATVP dala možnost hitrega ukrepanja zoper kršitve.«

Menim, da ATVP učinkovito deluje na kapitalskem trgu. Skladno z ZTFI ima veliko pristojnosti, da kršitve tudi ustrezno sankcionira.

V 396. členu (nadzorni ukrepi agencije) je določeno, da lahko, če pri nadzoru ugotovi kršitev 10. poglavja tega zakona, Agencija izreče naslednje nadzorne ukrepe:

- *odredi ukrepe, potrebne za odpravo ugotovljene kršitve,*
- *odredi začasno ustavitev trgovanja s finančnim instrumentom na organiziranem trgu,*
- *prepove posamezni osebi razpolaganje z njenimi finančnimi instrumenti ali drugim premoženjem,*
- *začasno prepove posamezni osebi opravljanje dejavnosti oziroma poklica.*

Če obstaja dokaz, da je oseba kršila določbe 10. poglavja ZTFI, ima ATVP pristojnosti za ukrepanje, ki so navedene v 566. členu.

*Z globo od 25.000 do 250.000 evrov se za prekršek kaznuje pravna oseba ali izdajatelj, z globo od 25.000 do 500.000 evrov pa pravna oseba ali izdajatelj, ki se po ZGD-1 šteje za srednjo ali veliko gospodarsko družbo:*

- *če neposredno ali posredno pridobi ali odtuji finančne instrumente oziroma če to poskuša, in sicer za svoj računa ali za račun druge osebe na podlagi notranjih informacij v nasprotju s 382. členom tega zakona;*
- *če razkrije notranje informacije drugi osebi oziroma ji priporoča ali jo napeljuje, da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se notranja informacija nanaša v nasprotju s 383. členom tega zakona;*

- če trguje, daje naročila za trgovanje, posreduje pri trgovanju s finančnimi instrumenti na način, ki bi pomenil tržno manipulacijo, ali kakor koli drugače sodeluje pri tržni manipulaciji (385. člen ZTFI);
- če izdajatelj ne objavi notranje informacije, ki se nanaša nanj v skladu s 386. členom ZTFI;
- če ne sestavi ali obnavlja seznama oseb, ki so jim dostopne notranje informacije ali če tega seznama ne predloži agenciji, kadar koli ta to zahteva, v skladu s 387. členom tega zakona;
- če agenciji ne pošlje poročil, pojasnil, podatkov in dokumentacije ali ji ne omogoči pregleda poslovanja (388. in 395. člen tega zakona);
- če z ustrezno skrbnostjo ne zagotovi, da bodo informacije v naložbenem priporočilu predstavljene v skladu s 389. členom tega zakona;
- če agenciji ne omogoči izvajanja ukrepov, ki jih določa 395. člen tega zakona.

*Z globo od 25.000 do 150.000 evrov se za prekršek kaznuje podjetnik ali posameznik, ki samostojno opravlja dejavnost, ki stori prekršek iz 1., 2., 3., 5., 6., 7. ali 8. točke prvega odstavka tega člena.*

*Z globo od 800 do 10.000 evrov se za prekršek kaznuje odgovorna oseba pravne osebe ali izdajatelja, ki stori prekršek iz prvega odstavka tega člena in odgovorna oseba podjetnika ali posameznika, ki samostojno opravlja dejavnost, ki stori prekršek iz 1., 2., 3., 5., 6., 7. ali 8. točke prvega odstavka tega člena.*

*Z globo od 130 do 5.000 evrov se za prekršek kaznuje posameznik, ki stori prekršek iz 1., 2., 3., 5., 6., 7. ali 8. točke prvega odstavka tega člena.*

*Če je narava storjenega prekrška iz prejšnjih odstavkov posebno huda zaradi višine povzročene škode oziroma višine pridobljene protipravne premoženjske koristi ali zaradi storilčevega naklepa oziroma njegovega namena koristoljubnosti, se storilec, ki je pravna oseba, kaznuje z globo od 41.000 do 750.000 evrov, pravna oseba, ki se po ZGD-1 šteje za srednjo ali veliko gospodarsko družbo, z globo od 41.000 do 1.500.000 evrov, podjetnik ali posameznik, ki samostojno opravlja dejavnost, z globo od 41.000 do 450.000 evrov, posameznik z globo od 400 do 15.000 evrov, odgovorna oseba pravne osebe ali podjetnika ali posameznika, ki samostojno opravlja dejavnost, pa z globo od 2.500 do 30.000 evrov.*

Iz preglednic je razvidno, da ATVP izdaja odločbe, vendar jih več izda pri tržni manipulaciji kot pri zlorabi notranje informacije. Zato je mogoče sklepati, da je notranja informacije težje izsledljiva in jo je težje dokazati.



## LITERATURA IN VIRI

- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2011. *Prepovedana ravnanja zlorabe trga finančnih instrumentov*. [Http://www.a-tvp.si/documents/MAD\\_1.pdf](http://www.a-tvp.si/documents/MAD_1.pdf) (9. 8. 2014).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). b. l. a. *Predstavitev Agencije*. [Http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=71](http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=71) (2. 8. 2014).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). b. l. b. *Naloge in pristojnosti*. [Http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=110](http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=110) (2. 8. 2014).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). b. l. c. *Seznam vrst upravnih sodnih ali zakonodajnih postopkov*. [Http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=127](http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=127) (2. 8. 2014).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). b. l. č. *Dvajseta obletnica delovanja ATVP*. [Http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=151&key=443](http://www.a-tvp.si/Default.aspx?id=151&key=443) (2. 8. 2014).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2010. *Letno poročilo 2009*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2011. *Letno poročilo 2010*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2012. *Letno poročilo 2011*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2013. *Letno poročilo 2012*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2014. *Letno poročilo 2013*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=75).
- ATVP (Agencija za trg vrednostnih papirjev). 2014. *Seznam javnih družb*. [Http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=93](http://www.a-tvp.si/default.aspx?id=93).
- Banjanac Lubej, S. 2013. *Trgovci z notranjimi informacijami igrajo z označenimi kartami*. [Http://www.rtv.slo.si/slovenija/lahovnik-za-mmc-trgovci-z-notranjimi-informacijami-igrajo-z-oznaceni-kartami/318161](http://www.rtv.slo.si/slovenija/lahovnik-za-mmc-trgovci-z-notranjimi-informacijami-igrajo-z-oznaceni-kartami/318161) (25. 8. 2014).
- Bailey, R. E. 2005. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fabozzi, F. in F. Modigliani. 1992. *Capital Markets: Institutions and Instruments*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Fama, E. F. 1970. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. [Http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf](http://efinance.org.cn/cn/fm/Efficient%20Capital%20Markets%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work.pdf) (15. 9. 2014).
- Glavič, Peter. 2014. *Država je uničila slovenski kapitalski trg*. [Http://www.delo.si/zgodbe/sobotnapriloga/drzava-je-unicila-slovenski-kapitalski-trg.html](http://www.delo.si/zgodbe/sobotnapriloga/drzava-je-unicila-slovenski-kapitalski-trg.html) (24. 8. 2014).
- Grossman, S. J. 1995. Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets. *The Journal of Finance* (3): 773-787.

- Horvat, R. C., Anita Hiršl in Sara Pušenjak. 2012. Civilna odgovornost pri poslovanju z notranjimi informacijami (priloga). *Pravna praksa: Časopis za pravna vprašanja* (13): III-IV.
- Insajder. 2014. *Prave razsežnosti kitajskega povpraševanja po zlatu*. [Http://insajder.si/prave-razseznosti-kitajskega-povprasevanja-po-zlatu.html](http://insajder.si/prave-razseznosti-kitajskega-povprasevanja-po-zlatu.html) (24. 8. 2014).
- Janževič, N. 2012. *Članek o vlaganjih v vzajemne sklade*. [Http://www.primorski-skladi.si/aktualno/novice/?id=146&type=objave](http://www.primorski-skladi.si/aktualno/novice/?id=146&type=objave) (15. 8. 2014).
- Kocbek, K. 2008. *Razvoj primarnega trga kapitala v Sloveniji*. Diplomsko naloga. Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
- Kordež, Bine. 2013. *Zakaj so slovenska podjetja prezadolžena?* [Http://kordez.blog.drugisvet.com/2013/02/10/zakaj-so-slovenska-podjetja-prezadolzena](http://kordez.blog.drugisvet.com/2013/02/10/zakaj-so-slovenska-podjetja-prezadolzena) (3. 9. 2014).
- Ljubljanska borza. 2010. *Strategija razvoja slovenskega trga kapitala*. [Http://www.ljse.si/media/Attachments/Oborzi/Strategija\\_slovenskega\\_trga\\_kapitala\\_2010.pdf](http://www.ljse.si/media/Attachments/Oborzi/Strategija_slovenskega_trga_kapitala_2010.pdf) (29. 8. 2014).
- Ljubljanska borza. 2010. *Letno poročilo od 2009*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676).
- Ljubljanska borza. 2011. *Letno poročilo od 2010*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676).
- Ljubljanska borza. 2012. *Letno poročilo od 2011*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676).
- Ljubljanska borza. 2013. *Letno poročilo od 2012*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676).
- Ljubljanska borza. 2014. *Letno poročilo od 2013*. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=676).
- Mastnak, Simon. 2013. *Nove priložnosti za slovenski kapitalski trg*. [Http://www.finance-akademija.si/8340021/Nova-prilo%C5%BEost-za-slovenski-kapitalski-trg](http://www.finance-akademija.si/8340021/Nova-prilo%C5%BEost-za-slovenski-kapitalski-trg) (28. 8. 2014).
- Mavko, Aleksander. 2010. Transakcije z lastnimi delnicami z vidika ZTFI. *Podjetje in delo: Revija za gospodarsko, delovno in socialno pravo* (3-4): 426-445.
- Mavko, Aleksander. 2011. Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI. *Podjetje in delo: Revija za gospodarsko, delovno in socialno pravo* (1): 1615-1636.
- Merhar, Viljem. 2005. *Zmeda pri ekonomskih pojmih zamegljuje produkcijske odnose*. [Http://www.finance.si/133649/Zmeda-pri-ekonomskih-pojmih-zamegljuje-produkcijske-odnose](http://www.finance.si/133649/Zmeda-pri-ekonomskih-pojmih-zamegljuje-produkcijske-odnose) (25. 8. 2014).
- Mozetič, Sergij. 2005. Nadzor trga vrednostnih papirjev kot oblika omejevanja finančnih zlorab. V *Problematika finančnega kriminala v Sloveniji*, ur. Anton Dvoršek in Lilijana Selinšek, 19-37. Maribor: Fakulteta za policijsko-varnostne vede in Pravna fakulteta.
- Primožič, Ana. 2013. *Koncept aktivnih trgov kapitala*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

- Ropac, Iva. 2013. *Marko Kryžanovsky oproščen suma zlorabe notranje informacije*.  
<http://www.delo.si/novice/kronika/marko-kryzanowski-oprosčen-suma-zlorabe-notranje-informacije.html>. (19. 8. 2014).
- Samec, Nataša. 2014. Analiza elementov insiderskega posla. *Podjetje in delo: Revija za gospodarsko, delovno in socialno pravo* (5): 742-763.
- Ugovšek, Jure. 2008. *Borzna kronika: Petrol podiral meje*.  
<Http://www.finance.si/211046/Borzna-kronika-Petrol-podiral-meje> (22. 8. 2014).
- Vehovec, R. 2010. *Vloga bank na kapitalskem trgu v Sloveniji*. Diplomaska naloga. Ljubljana: Pravna Fakulteta.
- Vidic, M. 2002. *Analiza slovenskega trga vrednostnih papirjev*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

### **PRAVNI VIRI**

- Kazenski zakonik - KZ-1. Uradni list RS št. 50/2012-UPB2.
- Okrajno sodišče v Mariboru. 2012. *014-1080-13/2010*.
- Sklep o posebnih pravilih za obveščanje o notranjih informacijah. 2012. *Uradni list RS, št. 6/2012*.
- Vrhovno sodišče RS. 2011. *06011-44/2009-5-(506)*.
- Vrhovno sodišče RS. 2012. *06011-2/2008-76 in 06011-2/2008-89*.
- Zakon o trgu finančnih instrumentov - ZTFI. *Uradni list RS št. 108 / 2010-UPB3*.