

MANIPULACIJA TRGA FINANČNIH INSTRUMENTOV Z UPORABO SPLETNIH PLATFORM

MELANIJA LANGO,¹ MIHA ŠEPEC²

¹ Dun & Bradstreet d.o.o., Ljubljana, Slovenija
melanija.lango@gmail.com

² Univerza v Mariboru, Pravna Fakulteta, Maribor, Slovenija
miha.sepec@um.si

Prispevek analizira učinkovitosti veljavne zakonodaje na področju naraščajoče grožnje tehnološkega manipuliranja na trgu finančnih instrumentov v ZDA in Sloveniji. Nedavna manipulacije delnice GameStopa, ki je bila aprila 2020 vredna le 2,80 dolarja, po ravnanju špekulantov na forumu Reddit pa se je njen tečaj povzpел za skoraj 700 odstotkov, je opozorila na sivo cono v pravnem sistemu ZDA. Ravnanje odpira vprašanje, ali dogovarjanje na spletnih forumih, kot je Reddit, sploh izpolnjuje znake kaznivega dejanja tržne manipulacije in ali bi morali moderatorji spletnih forumov omejiti tovrstno komunikacijo. Trenutno veljavna zakonodaja EU za razliko od ZDA deluje preventivno pred prenapihnenostjo tečajev delnic s samodejnimi sistemi. Ti namreč začasno ustavijo trgovanje z vrednostnimi papirji, ki na seji narastejo za 10 odstotkov, in nato spet pri prirastu za 5 odstotkov. Vendar varovala niso vedno dovolj, pomembna je tudi učinkovita in jasna zakonodaja, ki odvrta tovrstno manipulacijo in varuje celovitost trga finančnih instrumentov.

DOI
[https://doi.org/
10.18690/um.pf.1.2024.10](https://doi.org/10.18690/um.pf.1.2024.10)

ISBN
978-961-286-817-8

Ključne besede:
finančni instrument,
zloraba trga,
delniški trgi,
tržna manipulacija,
spletne platforme



Univerzitetna založba
Univerze v Mariboru

DOI

[https://doi.org/
10.18690/um.pf.1.2024.10](https://doi.org/10.18690/um.pf.1.2024.10)

ISBN

978-961-286-817-8

Keywords:

financial instrument,
market abuse,
stock markets,
market manipulation,
online platforms

MANIPULATION OF FINANCIAL INSTRUMENTS MARKET USING ONLINE PLATFORMS

MELANIJA LANGO,¹ MIHA ŠEPEC²

¹ Dun & Bradstreet d.o.o., Ljubljana, Slovenia
melanija.lango@gmail.com

² University of Maribor, Faculty of Law, Maribor, Slovenia
miha.sepec@um.si

This paper undertakes a comprehensive examination of existing criminal legislation in the United States and Slovenia governing the burgeoning technological threat of market manipulation in light of the escalating cyber threats on online platforms. The GameStop stock incident with surge stock price, from a mere \$2.80 in April 2021 to an astounding 700 percent increase, as orchestrated by speculators on the Reddit forum, has illuminated ambiguities within the US legal landscape. This incident prompts a critical inquiry into whether activities such as collusion on online platforms like Reddit can be construed as market manipulation and the potential role of forum moderators in overseeing user behaviour. The GameStop scenario highlights the shifting dynamics of financial markets in the digital age, where traditional frameworks struggle to keep abreast of the sophisticated strategies employed by technologically adept players. The swift dissemination of information on online platforms muddles the distinction between authentic market sentiment and orchestrated manipulation. The anonymity afforded by electronic communication, the vastness of cyberspace, and rapid technological progress create an environment conducive to the emergence of innovative financial technologies and tactics for market manipulation.



1 Uvod

Madžarsko-ameriški poslovnež in družbeni aktivist *George Soros* je izjavil, da borzni baloni¹ ne nastanejo iz nič, temveč imajo dejansko trdno podlago, vendar v resničnosti, ki jo je izkrivilo zmotno prepričanje.² Zmotna prepričanja so gonilna sila borze, saj je optimizem na borzi ključnega pomena za rast cen. Vendar je potrebno razlikovati, kdaj so ta zmotna prepričanja plod izkrivljene percepcije in pretiranega optimizma in kdaj posledica manipulativnega razširjanja napačnih, zavajajočih informacij ali govoric. Tržna manipulacija vsekakor ni nov koncept in je stara vsaj toliko kot trgovanje na organiziranih borzah.³ Prav tržna manipulacija je bila eden izmed glavnih vzrokov za padec ameriške borze leta 1929.⁴ Predpogoja za nemoteno delovanje trga finančnih instrumentov sta pravna varnost in zaupanje javnosti v trge, kljub temu je le malo znanega o dejanski razširjenosti in vplivu tržne manipulacije.⁵ Kaznivo dejanje tržne manipulacije je namreč težko zaznati, poleg tega je empiričnih študij o razširjenosti tržne manipulacije izredno malo.

Pregled pregona borznega kriminala, ki ga je v letu 2018 za obdobje od 1. 1. 1995 do 26. 1. 2017 opravilo Vrhovno državno tožilstvo RS, obsega le pet kaznivih dejanj zlorabe trga finančnih instrumentov po 239. členu Kazenskega zakonika⁶ (KZ-1).⁷ Za obdobje od 2012 do 2016 pa uradni statistični podatki kažejo, da v Sloveniji za kaznivo dejanje po 239. členu KZ-1 ni bilo ne obtožb ne pravnomočnih obsodb.⁸

Ob tako skopi statistiki se poraja vprašanje, kaj je razlog za tako stanje. Ali je težava v neustreznem normiranju, ki ni dovolj natančno in dosledno? Dejstvo je, da mora zakonodajalec strmeti k čim večji jasnosti pravnih pravil, a določena stopnja abstraktnosti je nujna pri tržni manipulaciji, kjer obstajajo raznovrstne in vedno nove

¹ Borzni baloni nastanejo, ko je ravnovesje med tržno in notranjo vrednostjo nekega premoženja oz. sredstev porušeno zaradi preventnega trgovanja in nerealnih cen. Več o tem v C. P. Kindleberger, Z. A. Robert, 2011, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial crises*.

² »Stock market bubbles don't grow out of thin air. They have a solid basis in reality, but reality as distorted by a misconception.« Dostopno na: https://www.brainyquote.com/quotes/george_sor
https://www.brainyquote.com/quotes/george_soros_173295os_173295. Več o tem v R. Chawla, 2020, *How to Make Money in Stock Market*.

³ Več o tem v J. W. Markham, 2015, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*.

⁴ B. Merritt Fox, L. R. Glosten, G. V. Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 2018, str. 67.

⁵ Več o tem v T. J. Putniš, *Market Manipulation: A Survey*, 2012, str. 952.

⁶ Uradni list RS št. 50/12 - uradno prečiščeno besedilo, 6/16 - popr., 54/15, 38/16, 27/17, 23/20, 91/20, 95/21, 186/21, 105/22 - ZZNŠPP in 16/23.

⁷ H. Jenull, *Skromni rezultati pregona borzne kriminalitete*, 2019, str. 6.

⁸ D. Korošec, K. Filipičič, S. Zdolšek et al., 2019, *Veliki Znanstveni Komentar Posebnega Dela Kazenskega Zakonika (KZ-1)*, str. 967.

metode. Ali sta morda kriva neodzivnost in pomanjkanje znanja pravosodnih organov?⁹

Še preden uspemo odgovoriti na navedena vprašanja, se zavemo, da se zakonodajalec že nahaja pred novim izzivom. Hitro razvijajoči kibernetski prostor je postal novo igrišče tržnih manipulatorjev. Anonimnost elektronske komunikacije, razsežnost kibernetskega prostora in hiter tehnološki napredek ustvarjajo idealne pogoje za razvoj novih finančnih tehnologij in taktik za tržno manipulacijo. Zakonodajalec se nahaja pred zahtevnim izzivom, kako oblikovati zakonodajo, da varuje vlagatelje pred neposrednimi ali posrednimi izgubami, ki so lahko posledica kibernetske tržne manipulacije.¹⁰

Prispevek v drugem poglavju obravnava zlorabo trga finančnih instrumentov, kjer so zajete tržne manipulacije, kazniva dejanja zlorabe trga finančnih instrumentov, kibernetska manipulacija trga finančnih instrumentov, ter analizira dejanskega primera delnice GameStop. Tretje poglavje se ukvarja z vprašanjem kazensko-pravne regulacije manipulacij trga finančnih instrumentov prek spletnih platform, s primerjalno-pravno analizo ureditve v ZDA in z vprašanjem, kakšno naj bo sankcioniranje spletne manipulacije vrednostnih papirjev v slovenskem pravnem prostoru. V zadnjem poglavju prispevek strni posamezne zaključke.

2 Zloraba trga finančnih instrumentov

2.1 Splošno o zlorabi trga finančnih instrumentov

Celovitost trga finančnih instrumentov je poglobitnega pomena, da deluje učinkovito in pregledno.¹¹ Pojem zloraba trga finančnih instrumentov zajema trgovanje z notranjimi informacijami, njihovo protipravno razkritje in tržno manipulacijo. Popolna in ustrezna preglednost trga je predpogoj za trgovanje za vse gospodarske udeležence na povezanih finančnih trgih.¹²

V Evropski uniji (EU) je področje zlorab trga najprej urejala Direktiva 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi

⁹ Povzeto po H. Jenull, Skromni rezultati pregona borzne kriminalitete, 2009, str. 6–8.

¹⁰ Povzeto po T. C. Lin, *The New Market Manipulation*, 2017, str. 1253.

¹¹ Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017, Pojasnila k uredbi o zlorabi trga (MAR), str. 2.

¹² Prav tam, str. 3.

informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga)¹³ (Direktiva MAD). Desetletje kasneje je bila zaradi potrebe dodatne regulacije trga finančnih instrumentov sprejeta še Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga ter razveljavitve Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES¹⁴ (Uredba o zlorabi trga oz. Uredba MAR), ki je začela veljati 2. 7. 2014, uporabljati pa se je začela 3. 7. 2016.

Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU¹⁵ (Direktiva 2014/65) v oddelku C priloge ena taksativno našteva tudi, kaj se uvršča pod pojem finančni instrument, kot ga razume direktiva, in sicer: prenosljivi vrednostni papirji, instrumenti denarnega trga; enote kolektivnih naložbenih podjetij; opcije, termenske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane termenske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z vrednostnimi papirji, valutami, obrestnimi merami, pravicami do emisije ali donosi ali drugi izvedeni finančni instrumenti, finančni indeksi ali finančni ukrepi, ki jih je mogoče poravnati fizično ali v gotovini; opcije, termenske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane termenske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki morajo biti poravnani v gotovini ali so lahko poravnani v gotovini po izbiri ene od pogodbenih strank (drugače kot zaradi neizpolnitve obveznosti ali drugega razloga za prenehanje); opcije, termenske pogodbe, menjalni posli in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki se lahko poravnajo fizično, pod pogojem, da so predmet trgovanja na reguliranem trgu, MTF ali OTF, razen veleprodajni energetske proizvodi, s katerimi se trguje v OTF, ki morajo biti fizično poravnani; opcije, standardizirane termenske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane termenske pogodbe in katerekoli druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi z blagom, ki se lahko poravnajo fizično ter sicer niso omenjene v točki šest oddelka C priloge ena in nimajo poslovnih namenov, imajo pa značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov; izvedeni finančni instrumenti za prenos kreditnih tveganj; finančne pogodbe na razlike; opcije, termenske pogodbe, menjalni posli, nestandardizirane termenske pogodbe in druge pogodbe na izvedene finančne instrumente v zvezi s spremenljivkami ozračja, prevoznimi stroški, stopnjami inflacije ali drugi uradni ekonomski statistični podatki,

¹³ UL L 96, 12. 4. 2003.

¹⁴ UL L 173, 12. 6. 2014.

¹⁵ UL L 173, 12. 6. 2014.

ki morajo biti poravnani v gotovini ali se lahko poravnajo v gotovini po izbiri ene od pogodbenih strank (drugače kot zaradi neizpolnitve obveznosti ali drugega razloga za prenehanje), ter katerakoli druga pogodba na izvedene finančne instrumente v zvezi s sredstvi, pravicami, obveznostmi, indeksi in ukrepi, ki sicer ni navedena v tem oddelku in ki ima značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov, ob upoštevanju, ali so med drugim predmet trgovanja na reguliranem trgu, OTF ali MTF.¹⁶ Slednja definicija finančnega instrumenta je v večjem delu prenesena tudi v slovensko zakonodajo, kjer je finančni instrument definiran v 7. členu Zakona o finančnih instrumentih¹⁷ (ZTFI-1).

Uredba MAR zagotavlja, da predpisi EU sledijo tržnemu razvoju in tako omogoča učinkovit boj proti zlorabam na finančnih in blagovnih trgih ter trgih izvedenih finančnih instrumentov.^{18, 19} Pravila Uredbe MAR s primarnim ciljem zagotoviti celovit trg finančnih instrumentov v EU, vzpostavljajo kognitivna pravila, ki urejajo trgovanje z notranjimi informacijami, njihovo protipravno razkritje in tržno manipulacijo ter določajo ukrepe za preprečitev razkritja in manipulacije.²⁰ Uredba MAR definira tudi pojem zlorabe trga kot pojem, ki vključuje protipravno ravnanje na finančnih trgih ter se za namene te uredbe razume, da zajema trgovanje z notranjimi informacijami, njihovo protipravno razkritje in tržno manipulacijo. Takšno ravnanje onemogoča popolno in ustrezno preglednost trga, ki je predpogoj za trgovanje za vse gospodarske udeležence na povezanih finančnih trgih.²¹

Kazenske sankcije za kršitve določil Uredbe MAR je EU uredila aprila 2014 s sprejetjem Direktive 2014/57/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o kazenskih sankcijah za zlorabo trga²² (Direktiva CSMAD). Direktiva CSMAD je bila sprejeta, ker je Larosièrjeva skupina ugotovila, da so sistemi sankcij držav članic na splošno šibki in raznoliki. Cilj Direktive CSMAD je tako določiti minimalna pravila za kazenske sankcije za trgovanje z notranjimi informacijami, protipravno razkritje notranjih informacij in tržno manipulacijo, s ciljem zagotoviti celovitost finančnih trgov v EU ter povečati zaščito vlagateljev in zaupanje v

¹⁶ Direktiva 2014/65/EU, Priloga I, oddelek C.

¹⁷ Uradni list RS, št. 108/10, 78/11, 55/12, 105/12 – ZBan-1J, 63/13 – ZS-K, 30/16, 9/17, 77/18 – ZTFI-1, 66/19 – ZTFI-1A in 123/21 – ZTFI-1B.

¹⁸ Izvedeni finančni instrumenti trgujejo s primarnimi proizvodi, kot so zlato, pšenica itd., in finančnimi instrumenti, ki na njih temeljijo. Več o tem dostopno na: <https://vlagatelj.atvp.si/Default.aspx?id=32>.

¹⁹ Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017, Pojasnila k Uredbi MAR, str. 5.

²⁰ Prav tam, str. 20.

²¹ Preambula Uredbe MAR.

²² UL L 173, 12.6.2014.

finančne trge.²³ Direktiva CSMAD med drugim določa minimalna pravila glede opredelitve kaznivih dejanj, ki jih zagrešijo fizične osebe, odgovornost pravnih oseb in ustrezne sankcije. Države članice morajo v skladu z Direktivo CSMAD v nacionalni zakonodaji opredeliti najkrajšo dolžino najvišje zaporne kazni za najhujše kršitve zvezi s trgovanjem z notranjimi informacijami, tržno manipulacijo in protipravnim razkritjem notranjih informacij.²⁴ Cilj Direktive CSMAD je vzpostaviti enotni, trdni in odvračalni sistem sankcij za vse oblike finančnega kriminala, tj. sankcije, ki bi jih bilo treba učinkovito izvrševati za zagotovitev celovitosti trga.

Regulacija zlorabe trgov finančnih instrumentov v Združenih državah Amerike (ZDA) sega v leto 1933, ko je bil po zlomu borze sprejet zakon Securities Act,²⁵ ki ima dva glavna cilja: zagotoviti večjo preglednost računovodskih izkazov, da vlagatelji lahko sprejemajo informirane odločitve o naložbah ter sankcioniranje lažnega predstavljanja in goljufivih dejavnosti na trgih finančnih instrumentov.²⁶ Leta 1934 je bil sprejet še zakon Securities Exchange Act, ki določa in prepoveduje tudi nekatera ravnanja na finančnih trgih.²⁷ Zakon Insider Trading Sanction Act je leta 1988 noveliral Securities Exchange Act in razširil pooblastila Komisije za vrednostne papirje in borzo (SEC) glede trgovanja z notranjimi informacijami.²⁸ Poleg prej navedenih zakonov področje zlorabe trga ureja še leta 1984 sprejet zakon Insider Trading Sanction Act, ki SEC dovoljuje, da zahteva civilno kazen, in sicer do trikratne višine dobička ali izgube od tistih, ki so bili spoznani za krive uporabe notranjih informacij pri trgovanju, in tistih, ki so posredovali informacije, ki niso splošno dostopne javnosti, poleg tega določa kazenske sankcije za tovrstno vedenje.²⁹ Najbolj radikalna zakonodaja na področju finančnih instrumentov pa je bila sprejeta 2002, in sicer zakon Sarbanes-Oxley Act (SOX), njegov cilj je bil izboljšati kakovost razkritij podjetij, finančnega poročanja in neodvisnih revizij, zvišal je tudi civilne in kazenske sankcije za kršitve na področju finančnih instrumentov.³⁰

²³ Določba 1. člena Direktive CSMAD.

²⁴ Prav tam.

²⁵ S. Harnik, *Notranje informacije: Skozi teorijo do prakse*, 2001, str. 5.

²⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, *The Laws That Govern the Securities Industry*, dostopno na: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>.

²⁷ S. Harnik, *Notranje informacije: Skozi teorijo do prakse*, 2001, str. 5.

²⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, *The Laws That Govern the Securities Industry*.

²⁹ C. Mitchell, *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, 2021, dostopno na:

<https://www.investopedia.com/terms/i/insider-trading-sanctions-act-of-1984.asp>.

³⁰ R. Söderström, *Regulating Market Manipulation: An Approach to Designing Regulatory Principles*, str. 11.

Obdobja padcev borz in raznovrstnih finančnih škandalov so brez dvoma doprinesla k temu, da je danes trg finančnih instrumentov močno reguliran. Tako v ZDA kot v EU je mogoče zaznati trend, da postaja regulativa na področju zlorabe trga vedno številčnejša in je regulacija tega področja v zadnjih letih postala strožja, kazni za kršitve višje, povečal pa se je tudi obseg kaznivih dejanj.

2.2 Tržna manipulacija

Predhodno poglavje je orisalo zakonodajni okvir zlorabe trga finančnih instrumentov za lažje razumevanje splošnega regulativnega okvira tega področja, v nadaljevanju pa se prispevek osredotoča na analizo tržne manipulacije.

Tržna manipulacija s tečaji finančnih instrumentov je ravnanje, ki ponudbo in povpraševanje po finančnih instrumentih spremeni oz. izkrivi v korist nekaterih udeležencev na račun drugih udeležencev trga finančnih instrumentov.³¹

Allen in Gale sta leta 1992 v delu *Stock price manipulation* tržno manipulacijo razvrstila v tri skupine. Prva vrsta je tako imenovana »*action-based* manipulacija«, tj. manipulacija na podlagi delovanja, ko z ravnanjem spreminjamo dejansko ali zaznavno vrednost sredstev.³² Primer tovrstne manipulacije je prodaja finančnih instrumentov »na kratko« (»short selling«³³). Druga skupina je »*information-based* manipulacija«, tj. manipulacija na podlagi informacij in temelji na razširjanju napačnih, lažnih ali zavajajočih informacij.³⁴ Znan primer tovrstne manipulacije, t. i. »*trading pools*«, je iz leta 1929, ko so bili ustanovljeni »skladi« vlagateljev za trgovanje z delnicami. Sklad je kupil delnice podjetja in nato prek medijev širil pozitivne novice ali govorce o podjetju, nato pa so delnice prodajali med seboj, da so ustvarili iluzijo dobre prodaje delnice. Cilj je bil pritegniti pozornost in omogočiti nadaljnjo prodajo nič hudega sluteči javnosti po precej višji ceni od običajne.³⁵ »*Information-based* manipulacija« je natančnejše obravnavana v nadaljevanju prispevka. Najtežje izsledljiva oblika manipulacije je »*trade-based* manipulacija«, tj. manipulacija, ki temelji na trgovanju. V

³¹ A. Mavko, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, 2011, str. 1615.

³² Y. C. Huang, R. C. Y. Chen, Y. J. Cheng, *Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality*, 2014, str. 4.

³³ Prodaja na kratko je prodaja finančnega instrumenta, izposojenega od nekoga drugega, z namenom odkupa istega finančnega instrumenta nazaj po nižji ceni. Če tečaj pade, prodajalec realizira dobiček, če tečaj naraste, pa ima prodajalec izgubo. Več o tem v L. Bernard, *Evropski trendi pri urejanju prodaje na kratko*, 2011, str. 13.

³⁴ Y. C. Huang, R. C. Y. Chen, Y. J. Cheng, *Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality*, 2014, str. 3.

³⁵ *Lessons From the 1929 Stock Market Crash*, 2020, dostopno na: <https://maplemoney.com/the-1929-stock-market-crash/>.

tem primeru poskuša manipulator premakniti ceno vrednostnega papirja zgolj na podlagi lastnega trgovanja.³⁶

Teorija tržno manipulacijo nadalje deli na t. i. bikovske manipulacije, »*bull manipulations*«, katerih cilj je zvišati tečaj, in medvedje manipulacije oz. »*bear manipulations*«, pri katerih je cilj znižati tečaj. Velika večina manipulacij je usmerjena v višanje tečaja finančnega instrumenta, vendar je cilj manipulacije lahko tudi znižati tečaj. Korist, ki jo ima v tem primeru manipulator, je nižja nakupna cena finančnega instrumenta.³⁷ Metoda, ki jo najpogosteje uporabljajo medvedji manipulatorji, je »*short and distort*«, pri čemer gre za neetično in nezakonito ravnanje, ki vključuje prodajo delnice na kratko, ko manipulator s širjenjem govoric poskuša znižati tečaj. Gre za ravno obratno taktiko od »*pump and dump*«, pri kateri vlagatelj kupi delnico (zavzame dolgo pozicijo) in nato razširja napačne, lažne ali zavajajoče informacije, da se cena ciljne delnice zviša.³⁸

Tržna manipulacija je ena izmed najhujših kršitev na kapitalskem trgu, manipulatorji s svojim ravnanjem grobo posegajo v proces oblikovanja cen delnic glede na povpraševanje in ponudbo na trgu. Tržna manipulacija je prepovedana, ker z njo izkrivljajo cene, ovirajo oblikovanje cen in ustvarjajo izgube.³⁹ Manipulatorji s svojim ravnanjem ustvarjajo umetno visoke participacijske stroške, posledično vlagatelji za pridobitev finančnega instrumenta plačajo več oz. prejemaajo manj za odtujitev kot bi, če tržne manipulacije ne bi bilo.⁴⁰ Tržna manipulacija je izjemno kompleksno ravnanje, za razumevanje katerega je potrebno veliko tehničnega, pravnega, ekonomskega, psihološkega, medijskega in marketinškega znanja.⁴¹ Ceno tovrstnega ravnanja plačajo nevedni vlagatelji, ki ne sodelujejo v tržni manipulaciji in ne vedo ali manipulator finančne instrumente vrednoti po nižji ali višji ceni od tržne, posledično za nakup finančnega instrumenta plačajo več ali prejemaajo manj kot bi, če tržne manipulacije ne bi bilo.⁴² Manipulacija na trgu deluje odvrtačilno, saj prisotnost manipulatorjev na trgu vlagatelje odvrtača od vlaganja v tak trg in posledično zmanjšuje učinkovitost trga.⁴³

³⁶ A. Mavko, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, 2011, str. 1615.

³⁷ Prav tam.

³⁸ R. Whyman, Short and Distort: Bear Market Stock Manipulation, 2021.

³⁹ Y. C. Huang, R. C. Y. Chen, Y. J. Cheng, Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality, 2014, str. 1.

⁴⁰ A. Mavko, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, 2011, str. 1615.

⁴¹ K. Hren, Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo, 2003, str. 1425.

⁴² Prav tam, str. 1433.

⁴³ A. Mavko, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, 2011, str. 1615.

Za manipulacijo bi lahko rekli, da je povsem normalen pojav in le ena od pojavnih oblik tržnega sistema v najširšem smislu. Regulator mora predvsem razlikovati med dovoljeno in nedovoljeno manipulacijo, ta meja pa je v sodobni družbi zaradi tolerance do manipulacije lahko precej fleksibilna.⁴⁴

Kot manipulatorji se v razpoložljivih raziskavah in teoriji najpogosteje pojavljajo borzni posredniki iz različnih borzno-posredniških hiš, sledijo zaposleni v upravah, člani nadzornih svetov družb, druge osebe, ki lahko razpolagajo tudi z notranjimi informacijami, nato večji delničarji in nazadnje razni finančni posredniki.⁴⁵ Gre za t. i. institucionalne vlagatelje, ki se pojavljajo predvsem zaradi dejstva, da je za uspešno izvedbo tržne manipulacije potrebno dobro poznati pravila delovanja kapitalskih trgov in razpolagati z večjimi finančnim sredstvi, mali vlagatelji pa z njimi ne razpolagajo.⁴⁶ Kljub temu lahko tako kaznivo dejanje stori tudi oseba, ki ni v ničemer povezana s subjektom, z vrednostnimi papirji katerega se trguje, saj interno poznavanje posla za izvršitev tega kaznivega dejanja ni potrebno.⁴⁷

Kljub številnim raziskavam in teorijam o tržni manipulaciji je dejanskih empiričnih dokazov še vedno malo.⁴⁸ Obstajajo indikacije, da je tržna manipulacija najpogostejša pri finančnih instrumentih z visoko stopnjo nesorazmernosti informacij in na srednje do manj likvidnih finančnih instrumentih. Verjetnost manipulacije je večja ob koncu četrtega, zlasti pri finančnih instrumentih z relativno visoko stopnjo lastništva vzajemnih skladov, kar kaže, da upravljavci skladov predstavljajo pomemben delež manipulatorjev.⁴⁹ Pojav tržne manipulacije je pogostejši tudi ob pomembnejših korporacijskih dogodkih, kot so nova izdaja delnic, izdaja obveznic, poročila o poslovnih dogodkih ipd.⁵⁰ Manipulatorji se načeloma izogibajo finančnih instrumentov z visoko stopnjo idiosinkratične volatilitosti, predvsem zaradi tveganj povezanih s takšnimi finančnimi instrumenti ter zaradi povečane verjetnosti, da bodo delnice sprožile opozorila in pritegnile pozornost regulatorja. To je tudi razlog, da je manipulacija redkejša na bolj reguliranih trgih.⁵¹

⁴⁴ K. Hren, Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo, 2003, str. 1437.

⁴⁵ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdošek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 967.

⁴⁶ A. Mavko, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, 2011, str. 1615.

⁴⁷ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdošek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 967.

⁴⁸ Y. C. Huang, R. C. Y. Chen, Y. J. Cheng, Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality, 2014, str. 2.

⁴⁹ C. Comerton-Forde, T. J. Putniš, Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants, 2014, str. 28.

⁵⁰ K. Hren, Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo, 2003, str. 1427.

⁵¹ Y. C. Huang, R. C. Y. Chen, Y. J. Cheng, Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality, 2014, str. 5.

Zaradi vsega navedenega je za preprečevanje tržne manipulacije nujno potrebna močna državna regulacija, pri čemer je učinkovito ter striktno uveljavljanje sankcij za kršitev prepovedi manipulacije bistvenega pomena za učinkovitost trga.

2.3 Kaznivo dejanje zlorabe trga finančnih instrumentov v slovenski zakonodaji

Tržna manipulacija je v slovenskem KZ-1 inkriminirana v 239. členu z naslovom »Zloraba trga finančnih instrumentov«. Člen vsebinsko delno povzema opredelitev tržne manipulacije po 12. členu Uredbe MAR. Razlika je, da je eden od zakonskih znakov kaznivega dejanje zlorabe trga po 239. členu KZ-1 ta, da se nanaša le na finančni instrument, po 12. členu Uredbe MAR pa je predmet tržne manipulacije določen širše, saj kot predmet tržne manipulacije poleg finančnega instrumenta določa tudi povezano blagovno promptno pogodbo in finančni produkt na dražbi na podlagi pravic do emisije ter referenčna merila.⁵²

Kaznivo dejanje zlorabe trga finančnih instrumentov je uvrščeno v poglavje kaznivih dejanj zoper gospodarstvo.

Dikcija 239. člena KZ-1 je sledeča:

(1) Kdor, zato da bi sebi ali komu drugemu pridobil protipravno premoženjsko korist, s prepovedanim ravnanjem zlorabi trg finančnih instrumentov tako, da:

I) sklene posel ali izda naročilo za trgovanje, ki udeležencem trga da napačno ali zavajajočo predstavo glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta, ali s tem ena ali več povezanih oseb zagotovijo ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni;

II) pri sklenitvi posla ali izdaji naročila za trgovanje uporabi fiktivna sredstva ali druge oblike goljufivega ravnanja;

III) razširja napačne ali zavajajoče informacije o finančnih instrumentih, z istim ciljem razširja govorice ter napačne in zavajajoče novice prek medijev, medmrežja ali na drug podoben način, se kaznuje z zaporom do treh let.

(2) Če je bila z dejanjem iz prejšnjega odstavka pridobljena velika premoženjska korist ali povzročena velika premoženjska škoda in je storilec hotel sebi ali komu

⁵² Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017, Pojasnila k Uredbi MAR, 2017, str. 89.

drugemu pridobiti tako premoženjsko korist ali drugemu povzročiti tako premoženjsko škodo, se kaznuje z zaporom do petih let.

Namen kaznivega dejanja zlorabe trga finančnih instrumentov je predvsem kazenskopravno varstvo trga vrednostnih papirjev, po čemer se to kaznivo dejanje bistveno loči od kaznivega dejanja preslepitve pri poslovanju z vrednostnimi papirji po 231. členu KZ-1, pri katerem gre za kazenskopravno zaščito posameznih oseb.⁵³ Pomembno je tudi razlikovanje med prekrškom kršitve 15. člena Uredbe MAR in kaznivim dejanjem po 239. členu KZ-1. Kaznivo dejanje se od prekrška razlikuje po dodatnem zakonskem znaku protipravne premoženjske koristi, ki pri prekršku ni potreben. Pri kaznivem dejanju po 239. členu pa je ključno, da je storilec zase ali za koga drugega pridobil protipravno premoženjsko korist.⁵⁴ Tako je kaznivost tržne manipulacije rezervirana le za najhujše oblike tržne manipulacije in oži cono kriminalnosti, ki jo določajo Uredba MAR, Direktiva CSMAD in ZTFI-1.⁵⁵

Tržna manipulacija je sredstvo zlorabe pri kaznivem dejanju zlorabe trga finančnih instrumentov. Storilec tega kaznivega dejanja z vplivanjem na tečaje poskuša preprečiti delovanje tržnih zakonitosti na trgu finančnih instrumentov, s končnim ciljem prodati finančne instrumente investitorjem nad realno ceno, ki je rezultat dejanskih gospodarskih razmer, ali od investitorjev pridobiti premoženje pod realno ceno. Rezultat tržne manipulacije so umetne ravni cen finančnih instrumentov. Manipulacija je torej zgolj sredstvo za dosegajo cilja, kazenskopravno gledano je tako samostojno inkriminirana predhodna faza. Končni cilj, ki nastopi po manipulaciji, pa je prerazporeditev premoženja manipulatorju, ki more sebi ali komu drugemu pridobiti veliko premoženjsko korist.⁵⁶ Slednje pomeni, da je potrebno dokazovati namen storilca, kar je v praksi velikokrat težavneje kot dokazovanje sebi ali komu drugemu pridobiti veliko premoženjsko korist, po drugi strani pa je res, da bo dovolj storilcu dokazati le namen pridobitve premoženjske koristi, četudi se to nikoli zares ne uresniči.

⁵³ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 959.

⁵⁴ Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017, Pojasnila k Uredbi MAR, 2017, str. 89.

⁵⁵ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 960.

⁵⁶ Prav tam.

Izvršitvena ravnanja kaznivega dejanja zlorabe trga finančnih instrumentov so razdeljena v tri skupine:

- kdor sklene posel ali izda naročilo za trgovanje, ki udeležencem trga da napačno ali zavajajočo predstavo glede ponudbe, povpraševanja ali cene finančnega instrumenta, ali s tem ena ali več povezanih oseb zagotovijo ceno enega ali več finančnih instrumentov na nenormalni ali umetni ravni;⁵⁷ storilec tega kaznivega dejanja želi premakniti ceno vrednostnega papirja zgolj na podlagi lastnega trgovanja. V danem primeru kavza ni tisti vzrok, ki ga kaže sama gospodarska vsebina posla, ampak je posel namenjen le zagotovitvi zavajajoče predstave o ponudbi, povpraševanju ali ceni finančnega instrumenta.^{58, 59}
- kdor pri sklenitvi posla ali izdaji naročila za trgovanje uporabi fiktivna sredstva ali druge oblike goljufivega ravnanja;⁶⁰ storilec tega kaznivega dejanja mora zasledovati cilj zlorabe trga finančnih instrumentov s tržno manipulacijo. Fiktivni posli so tisti, ki se sploh ne izvršijo, po zaključenemu poslu pa finančni instrument pristane v rokah lastnika. Tudi »druge oblike goljufivega ravnanja«⁶¹ morajo biti v skladu s tem členom po svoji naravi podobne ali enake uporabi fiktivnih sredstev kot tipične značilne oblike goljufije.⁶²
- kdor razširja napačne ali zavajajoče informacije o finančnih instrumentih, z istim ciljem razširja govorice ter napačne in zavajajoče novice prek medijev, medmrežja ali na drug podoben način, se kaznuje z zaporom do treh let.⁶³

Storilec razširja napačne informacije prek tradicionalnih ali elektronskih medijev, da bi vplival na ceno finančnih instrumentov. Za izvršitev tega kaznivega dejanja se mora manipulator zavedati, da so informacije napačne ali zavajajoče, in jih razširjati

⁵⁷ Določba 293. člena KZ-1.

⁵⁸ Primer tega je npr. »*painting the tapes*«, tj. udeležba v transakciji ali seriji transakcij, ki v svojem sistemu daje vtis o večji likvidnosti, kot je dejanska, in je zato tudi zavajajoča predstava o ceni instrumenta. Več o tem v D. Bernhardt, R. J. Davies, *Painting the Tape: Aggregate Evidence*. Economics Letters, 2005.

⁵⁹ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 962.

⁶⁰ Določba 293. člena KZ-1.

⁶¹ Primer tega so posli »*pump and dump*«, ko sta kupec in prodajalec kapitalsko povezana in izmenjujeta vlogo. Več o tem v M. T. Bradshaw, S. A. Richardson, R. G. Sloan, *Pump and Dump: An Empirical Analysis of the Relation Between Corporate Financing Activities and Sell-Side Analyst Research*, 2003.

⁶² D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 262–263.

⁶³ Določba 293. člena KZ-1.

z namenom napačne ali zavajajoče predstave o povpraševanju in cenah finančnega instrumenta.⁶⁴

Storilec je v skladu s 1. in 2. točko prvega odstavka 239. člena KZ-1 lahko le tisti, ki sklene posel ali izda naročilnico za trgovanje, kar pomeni, da sta to dejanji *delicta propria*. V nasprotju s 1. in 2. točko pa je kaznivo dejanje iz 3. točke prvega odstavka splošno kaznivo dejanje, ki ga lahko stori vsak. Odgovornost pravnih oseb je določena v 4. točki 25. člena Zakona o odgovornosti pravnih oseb za kazniva dejanja⁶⁵ (ZOPOKD). Možne so tudi vse oblike udeležbe. Za sotorilstvo sta npr. pomembni ugotovitev, ali je uspeh kriminalnega dejanja odvisen od skupnega delovanja, in pri tem tudi ugotovitev, kolikšen pomen ima vloga posameznega udeleženca. Direktiva CSMAD je dala posebno težo tudi napeljevanju, ki ga loči od »pozivanja k takim dejanjem«, a v skladu z najbolj splošno opredelitvijo napeljevanja, da je to katerikoli način, s katerim je mogoče izzvati odločitev bodočega storilca kaznivega dejanja. Razlikovanje med pozivanjem in napeljevanjem ni utemeljeno, ker je pozivanje zgolj intenzivnejša oblika napeljevanja.⁶⁶

Izvršitvena ravnanja 239. člena KZ-1 so smiselno enaka tistim, ki jih določa ZTF-1, z razliko, da morajo ravnanja že dati napačno ali zavajajočo informacijo o finančnih instrumentih in ne zadostuje zgolj verjetnost za doseganje zavajajočih informacij ali možnost nastanka zavajajoče predstave za udeležence trga o ponudbi, povpraševanju ali ceni finančnega instrumenta.⁶⁷

Kaznivo dejanje zlorabe trga finančnih instrumentov lahko storilec izvrši le z direktnim (obarvanim) naklepom. Storilec mora delovati z namenom sebi ali komu drugemu pridobiti protipravno premoženjsko korist in s prepovedanim ravnanjem zlorabiti trg finančnih instrumentov. Pri presoji, ali je storilec ravnal naklepno, se ocenjuje njegovo poznavanje sprejemljivosti ali nedopustnosti tržnih praks ter poznavanja možnosti izkoriščanja trga in njegove integritete.⁶⁸ Dokazovanje slednjega se v praksi izkaže za precej težavno in ustvarja svojevrstno slepo pego tržne manipulacije. Ker je za izvršitev kaznivega dejanja zlorabe trga finančnih

⁶⁴ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 964–965.

⁶⁵ Uradni list RS, št. 98/04 – uradno prečiščeno besedilo, 65/08 in 57/12.

⁶⁶ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 967.

⁶⁷ Prav tam, str. 965.

⁶⁸ Prav tam.

instrumentov potrebno, da storilec deluje z namenom, je inkriminiran tudi poskus. Ni namreč pomembno, ali je storilec dosegel željeni učinek na trgu. Pri poskusu ugotavljamo namen povzročitve zavajajoče predstave o ponudbi, povpraševanju in ceni finančnega instrumenta ter hkrati namen pridobitve protipravne premoženjske koristi.⁶⁹

Določba 239. člena KZ-1 sicer ni v celoti blanketna, se je pa pri pojasnjevanju pomena posameznih določb smiselno obrniti na določbe prava EU o tržni manipulaciji (Uredba MAR, Direktiva MAD in Direktiva CSMAD), ki pojasnjujejo oblike tržne manipulacije in kazalnike za obstoj tržne manipulacije. KZ-1 v naboru oblik inkriminira le najhujše oblike tržne manipulacije, ki preidejo v zlorabo trga finančnih instrumentov.⁷⁰

Teoretično je mogoč realni stek s kaznivim dejanjem preslepitve pri poslovanju z vrednostnimi papirji, mogoč pa je tudi stek s kaznivim dejanjem ponareditve in uničenja poslovne listine po 235. členu KZ-1, saj gre v obeh primerih za dva različna objekta kazenskopravnega varstva.⁷¹

Kljub na videz trdnemu regulativnemu okvirju se v praksi kaže drugačna slika od obravnavanih petih zadev kaznivega dejanja po 239. členu KZ-1 (v obdobju od 1. 1. 1995 do 26. 1. 2017), ki jih je opravilo Vrhovno državno tožilstvo RS, kjer je bila ovadba v treh primerih zavržena. V dveh primerih, ker ni bil podan utemeljen sum, da naj bi bilo storjeno naznanjeno kaznivo dejanje, in v enem primeru, ker ni šlo za kaznivo dejanje, za katero se storilec preganja po uradni dolžnosti, saj sumi glede obstoja znakov kaznivega dejanja niso bili potrjeni (po dopolnitvi ovadbe in glede na odločitev v upravnem postopku). V eni zadevi je prišlo do odstopa od kazenskega pregona, ena zadeva pa je bila v času analize še pri policiji v postopku dopolnitve.⁷² V danem obdobju torej do obsodilne sodbe za kaznivo dejanje po 239. členu ni prišlo.

Ali je Slovenija morda imuna na tržno manipulacijo ali razlog tiči v plitkosti slovenske borze? Po drugi strani pa glede na nizko likvidnost slovenskega trga finančnih instrumentov zadošča že majhen obseg transakcij, ki lahko vplivajo na

⁶⁹ Prav tam str. 966.

⁷⁰ Prav tam, str. 960.

⁷¹ Prav tam, str. 966.

⁷² H. Jenull, Skromni rezultati pregona borzne kriminalitete, 2019, str. 7.

tečaje.⁷³ Najverjetneje je razlogov za slab pregon tovrstnih dejanj več, med drugim pomanjkanje specializiranega kadra za pregon, saj gre za kaznivo dejanje, ki je kompleksno po svoji naravi ter ga je z dobrim poznavanjem narave trga razmeroma enostavno prekriti. Vsekakor je smiselno ponovno preučiti normativni okvir in si za zgled vzeti dobre prakse sorodnih pravnih sistemov, ki so pri pregonu in inkriminaciji tega kaznivega dejanja bolj učinkoviti.

Prispevek se v nadaljevanju dotakne vprašanja pripravljenosti slovenskega regulatorja za spopad z novimi oblikami kibernetске zlorabe trga. Te namreč ustvarjajo novo *sivo cono* in za Slovenijo, ki že sedaj ni kos tržni manipulaciji, prinašajo še več pravnih dilem.

2.4 Kibernetška manipulacija trga finančnih instrumentov

Nove tehnologije 21. stoletja so s seboj prinesle nove oblike kriminala, med drugim tudi zlovešči kibernetški kriminal, ki je pronical v vse pore družbe, nanj pa seveda nista imuna niti finančni sektor niti borza. Šokantne časopisne naslovnice o »kibernetškem napadu« na borzo in finančne institucije so postale del našega vsakdana. Izvršitev kibernetških kaznivih dejanj je velikokrat relativno preprosta v primerjavi z drugimi kaznivimi dejanji, storilec jih lahko izvrši v udobju lastnega doma, velikokrat ne potrebuje dodatnih sredstev, zgolj domač računalnik. Škoda, ki jo z izvršitvijo povzroči, je lahko zelo velika in sega celo v druge jurisdikcije (tudi če fizično ni prisoten). Poleg tega je pri tovrstnih kaznivih dejanjih meja med zakonitim in nezakonitim pogosto zabrisana.⁷⁴

Pomembno študijo o kibernetški kriminaliteti na borzi je leta 2020 objavila Avtorité des Marchés Financiers (AMF).⁷⁵ Študija se je osredotočila na borzni kibernetški kriminal: kibernetško trgovanje z notranjimi informacijami, kibernetško razširjanje lažnih informacij in kibernetško manipuliranje cen.⁷⁶ Primarni namen študije je bil

⁷³ D. Korošec, K. Filipič, S. Zdošek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 963.

⁷⁴ McConnell International, 2000, Cybercrime and Punishment? Archaic Laws Threaten Global Information, str. 1–2.

⁷⁵ Autorité des Marchés Financiers, 2020, The AMF publishes a study about stock market cybercrime, dostopno na: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/amf-publishes-study-about-stock-market-cybercrime>.

⁷⁶ Autorité des Marchés Financiers, 2021, Study – Stock Market Cybercrime: Definition, Cases and Perspectives, dostopno na: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/study-stock-market-cybercrime-definition-cases-and-perspectives>.

osvetliti problematiko kibernetkega kriminala na borzi in predstaviti potencialne nevarnosti, ki jih ta prinaša, ter regulator pripraviti na učinkovito reguliranje tovrstnih kaznivih dejanj.⁷⁷

Poročilo je temeljilo izključno na javno dostopnih podatkih – primerih, ki so jih na spletu objavili (predvsem ameriški) pravosodni organi, in člankih v specializiranem tisku na internetu. Avtorji študije priznavajo, da je tovrstnega kibernetkega kriminala gotovo več, saj ta v precejšnem delu ostaja neodkrit.⁷⁸

Študija je identificirala tri glavne oblike kibernetkega kriminala na borzi:

- »insider cybercrime« (kibernetke notranje informacije) – v tem primeru gre za raznovrstne vdore v računalniške sisteme s ciljem pridobitve notranjih informacij;
- »cyber-distribution of false financial information« (kibernetka distribucija lažnih finančnih informacij) – storilec tega dejanja finančnih instrumentov ustvarja »lažna« spletna mesta ali razširja lažne govornice po družbenih omrežjih s ciljem vplivati na cene.
- »cyber manipulation of prices« (kibernetko manipuliranje s cenami) – storilec vdre v trgovalne račune s ciljem vzpostaviti sheme tipa »pump and dump«.⁷⁹

Prispevek se v nadaljevanju osredotoča na kibernetko distribucijo lažnih finančnih informacij. Razširjanje lažnih informacij vsekakor ni nova tehnika, navsezadnje tudi Uredba MAR in KZ-1 razširjanje napačnih ali zavajajočih informacij in govoric o finančnih instrumentih uvrščata med obliko tržne manipulacije. Del razprave našega vsakdana so postale tudi številne »lažne novice«, ki so se v času epidemije COVID-19 še toliko bolj razširile. Finančni trgi so v današnjem času prav na račun številčnih »lažnih« novic izredno občutljivi. Investitorji so prepuščeni kritični presoji, ali je prebrana novica kredibilna ali gre za »lažno novico«, namen katere je zavajanje s ciljem tržne manipulacije. Predvsem družbena omrežja, kot so Twitter, Facebook in razni spletni forumi, so zelo učinkovita pri razširjanju zavajajočih informacij. Mogoče je trditi, da je kibernetka distribucija lažnih finančnih informacij postala del našega vsakdana. A vendar nima vsaka »lažna novica« moči vplivati na tečaj finančnih instrumentov. Težava nastopi predvsem takrat, ko »lažnim informacijam« podležejo kredibilni viri finančnih informacij, kot so Bloomberg ali Reuters.

⁷⁷ A. Neyret, Stock Market Cybercrime: Definition, Cases, and Perspectives, 2018, str. 4.

⁷⁸ Prav tam, str. 9.

⁷⁹ Prav tam, str. 6.

Primer tovrstne novice se je zgodil leta 2000, ko je tečaj delnice podjetja Emulex, ki kotira na NASDAQ, v pičlih 18 minutah padel s 113 na 43 dolarjev. To se je zgodilo zaradi lažne informacije za javnost, ki jo je objavila spletna stran Internet Wire (ponudnik finančnih informacij). Lažno sporočilo za javnost, ki ga je dejansko napisal zaposleni pri Internet Wire, je poročalo o odstopu direktorja podjetja, začetku preiskave nad podjetjem in revizije padajočega prometa podjetja. Lažno sporočilo so povzeli številni kredibilni ponudniki finančnih informacij, kot so Bloomberg in Dow Jones. Cilj zaposlenega je bil seveda finančni profit, kar je tudi dosegel, saj je sam nakupil delnice po najnižji možni ceni. Zaskrbljujoče pa je dejstvo, kako hitro lahko lažne in manipulativne novice pridejo tudi v najbolj kredibilne medije.⁸⁰

Vendar lažne novice niso edini način, kako manipulirati s trgi prek družbenih omrežij. V nadaljevanju obravnavamo primer delnice GameStopa, kjer so bila družbena omrežja uporabljena za tržno manipulacijo, z razliko, da v danem primeru informacije niso bile lažne, temveč je bila na strani storilcev želja po kratkočasu ali mogoče načrtni nameri manipuliranja.

2.4.1 Primer delnice GameStopa

Na Wall Streetu se je januarja 2021 odvila zanimiva zgodba. Pokazala je, da je internet mogočen medij, kjer se ljudje lahko uspešno zoperstavijo celo volkovom borze, ko se med seboj povežejo. V zgodbah o borzi so večinoma mali vlagatelji tisti, ki zaradi tržnih manipulacij velikih institucionalnih vlagateljev doživijo velike izgube. Vendar je situacija iz januarja 2021 pokazala, da tudi veliki institucionalni vlagatelji niso imuni na tržne manipulacije. Dogajanje je mogoče razumeti tudi kot simptom epidemije COVID-19. Posamezniki, ki so ure in ure preživeli na spletnih forumih, mogoče zaradi dolgčasa, mogoče z željo oplemenititi svoje prihranke, so prišli do ideje, kako se okoristiti na račun velikih institucionalnih vlagateljev. To so storili tako, da so stavili proti njim.

V središču te zgodbe sta se znašla podjetje GameStop in spletna platforma Reddit.com,⁸¹ na kateri so številni mali forumi z imenom »subreddits«, kjer se razpravlja o različnih temah. Eden od teh forumov je bil t. i. »WallStreetBets«,⁸² na

⁸⁰ Prav tam, str. 35.

⁸¹ Reddit, 2021, User Agreement, dostopno na: <https://www.redditinc.com/policies>.

⁸² Forum WallStreetBets, dostopno na: <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets>.

njem so se uporabniki pogovarjali o borzi, delnicah in vlaganju v finančne instrumente. GameStop je podjetje iz Dallasa, ki je bilo ustanovljeno leta 1984 in je eden največjih trgovcev z igrami, s tematsko povezanim blagom in z elektroniko. Podjetje GameStop je leto 2019 končalo z izgubo v višini skoraj pol milijarde ameriških dolarjev, predvsem na račun izgube strank, ker se je prodaja videoiger v zadnjih letih večinoma preselila na splet.⁸³

Antagonist te zgodbe je sklad tveganega kapitala (»hedge fund«) podjetja Melvin Capital, eden najuspešnejših v ZDA, ki je upravljal 10,3 milijarde evrov vredno premoženje. Iz neznanih razlogov je veliko uporabnikov WallStreetBets že pred dogodkom izrazilo antipatijo do tega sklada tveganega kapitala.⁸⁴

Melvin Capital je bil eden od velikih institucionalnih vlagateljev na kratko. Leto prej so na podlagi poslovanja podjetja pričakovali, da bo vrednost delnice GameStopa padla, zato so stavili proti njemu. Zavzeli so ogromno t. i. kratkih pozicij, saj so verjeli, da bo že tako nizka cena delnice GameStopa še naprej padala. Pri tem niso bili edini, a ker so to izvedli z nakupom opcij, so morali slednje v letnem poročilu razkriti. To so opazila budna očesa uporabnikov spletne skupnosti WallStreetBets. Ti so začeli uporabnike pozivati, da ima delnica preveč kratkih pozicij in da se jo zato izplača kupiti.⁸⁵

Na tem mestu si lahko postavimo vprašanje, ali tovrstno pozivanje izpolni pogoje kaznivega dejanja po 3. točki prvega odstavka 239. člena KZ-1. Na prvi pogled morda res, ampak dejstvo je, da navedba na forumu ni bila napačna ali zavajajoča, saj je temeljila na dejanskem stanju. Informacija je bila tudi po legalni poti razkrita v letnem poročilu Melvin Capital. Ali bi lahko v danem primeru dokazali naklep?

Po nasvetu skupnosti WallStreetBets so številni uporabniki resnično začeli kupovati delnico in njena vednost se je začela višati. Najprevidnejši prodajalci na kratko so z znatnimi izgubami zapirali pozicije. Drugi pa so verjeli, da bo kljub neznatnem zvišanju delnica kmalu spet padla in bodo ustvarili še večji dobičke, zato so vztrajali v kratkih pozicijah, ki so jih še krepili. Vendar se je zgodilo nasprotno. Sredi januarja je delnica eksplodirala in preseгла 50 dolarjev, 27. januarja pa se je približala že 400 dolarjem. Tečaj delnice je divje nihal, dnevne spremembe za 50 odstotkov niso bile

⁸³ M. Huš, Kako je Reddit premagal Wall Street, 2021.

⁸⁴ Prav tam.

⁸⁵ M. Tomšič, Neverjetna drama na Wall Streetu: milijarderjem se tresejo hlače, 2021.

nič nenavadnega. Zaradi pretiranega nihanja se je večkrat dnevno sprožila blokada trgovanja.⁸⁶

Ključno vlogo sta pri tem odigrali tudi aplikacijski platformi za trgovanje Robinhood in eToro, ki z zanemarljivimi stroški malim vlagateljem prek pametnih telefonov nudita borzne storitve. Uporabniki Reddita so večinoma kupovali delnice prav prek teh platform. Na vrhuncu dogajanja je platforma Robinhood malim vlagateljem onemogočila nakup, prodaja pa je potekala normalno. Na ta način so z izrinjanjem malih vlagateljev neposredno pomagali skladom tveganega kapitala, ki so si nadvse prizadevali zapreti svoje pozicije z nakupi, saj so umetno znižali nakupni pritisk (povpraševanje) in s tem tečaj delnice tiščali navzdol.⁸⁷ Na tem mestu se seveda postavi vprašanje legalnosti ravnanja spletnih platform, ki sta omejevali prodajo delnic. Njuno ravnanje bi lahko razumeli tudi kot del tržne manipulacije, saj sta z omejitvijo nakupa delnice umetno vplivali na njeno ceno. V ZDA je bilo zoper platformo Robinhood vloženih več skupinskih tožb.

Epilog je zgodba dobila hitro, po 27. januarju, ko je bila vrednost delnice najvišja, se je 2. februarja že znižala. Zmagovalci te zgodbe so predvsem zgodnji vlagatelji, ki so na ta račun obogateli. Sklad Melvin Capital je izgubil 53 odstotkov vrednosti, a je s finančno pomočjo dveh drugih »*hedge*«⁸⁸ skladov preživel. Praznih rok so ostali tudi številni vlagatelji, ki so delnico kupili kasneje po višjih cenah.⁸⁸

V ZDA trenutno poteka obsežna preiskava več ključnih akterjev, med drugim Vladimirja Teneva, ki je soustanovitelj Robinhooda, Gaba Plotkina, izvršnega direktorja Melvin Capitala, Steva Huffmana, izvršnega direktorja Reddita, in tudi Keitha Gilla, uporabnika foruma, ki je vse skupaj začel.⁸⁹

Zoper uporabnika Keitha Gilla (»Roaring Kitty«) je bil vložena tožba zaradi goljufije z vrednostnimi papirji zaradi njegove vloge pri spodbujanju nakupa delnice GameStopa. Tožba trdi, da je manipuliral s ceno delnice in se je lažno predstavljaj kot amaterski vlagatelj, v resnici pa je finančni strokovnjak. Tožba med drugim navaja: »Da bi motiviral amaterske trgovce, se je Gill prelevil v nekakšnega Robina Hooda, strokovnjake za vrednostne papirje pa označil za hudobneže. V resnici pa

⁸⁶ M. Huš, Kako je Reddit premagal Wall Street, 2021.

⁸⁷ Prav tam.

⁸⁸ Prav tam.

⁸⁹ Prav tam.

Gill ni amater. Dolga leta je aktivno delal kot strokovnjak v naložbeni in finančni industriji.«⁹⁰

3 Vprašanje kazenskopravne regulacija manipulacije trga finančnih instrumentov prek spletnih platform in primerjalno-pravna analiza

3.1 Splošno

Spletne platforme so nova družbena realnost. Nemalo kdo svoje informacije glede tega v kaj in kako vlagati, nabira prav z izmenjavo mnenj na družbenih omrežjih, in čeprav so ta lahko za nekatere zelo uporabna, ne smemo zanemariti vpliva nevarnosti tržnih manipulatorjev, ki prežijo na njih. Trend tržnih manipulacij ni popolnoma nov. Delnica GameStopa je problematiko zaradi svoje razsežnosti le obelodanila. Zadnja analiza več kot milijona sporočil, poslanih na družbeni medij Twitter o podjetjih z majhno kapitalizacijo, nam razkriva, da je nenormalno veliko sporočil na družbenih medijih povezanih z velikim povišanjem cen na dan dogodka, ki mu sledi oster preobrat cen v naslednjih petih dneh trgovanja. Tvitiranje različnih promotorjev delnic se je pokazalo kot izvrsten način za tržno manipulacijo. Tržni manipulatorji lahko pod prizmo anonimnosti ciljajo na neinformirane vlagatelje, ki si želijo hitrega zaslužka. Z uporabo lažnih računov lahko svojo kredibilnost in evforijo še podkrepijo. Manipulatorji tako lahko uporabijo Twitter kot učinkovit način za izvajanje shem »*pump and dump*« in drugih manipulativnih dejanj.⁹¹

Regulacija družbenih omrežij je brez dvoma izrednega pomena, prav tako je pomembno, da imajo države ustrezno kazenskopravno zakonodajo, ki tovrstno vedenje učinkovito sankcionira.

3.2 Kazenskopravna ureditev ZDA

Za odgovor na vprašanje, ali je šlo v primeru delnice GameStopa za tržno manipulacijo s strani spletne platforme WallStreetBets, smo pregledali veljavno regulativo na področju tržne manipulacije v ZDA.

⁹⁰ Prav tam.

⁹¹ T. Renault, Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media, 2017, str. 21–22.

Zakon Securities Exchange Act iz leta 1934 v členu 9(a)(2) navaja: »(a) Transakcije v zvezi z nakupom ali prodajo vrednostnih papirjev so nezakonite za katerokoli osebo ... (2) ki sama ali z enim ali več drugimi osebami izvede vrsto transakcij s katerikoli finančnim instrumentom, registriranim na nacionalni borzi ... in ustvari dejansko ali navidezno aktivno trgovanje s takim vrednostnim papirjem, zvišanje ali znižanje cene takega vrednostnega papirja za namen spodbujanja nakupa ali prodaje takega vrednostnega papirja s strani drugih.«⁹² Nadalje iz relevantne sodne prakse v zadevi *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976) izhaja, da mora biti storilec v »stanju zavesti«, ki vključuje naklep zavajanja, manipulacije ali goljufanja.⁹³ Naklep je v tem primeru mogoče razumeti tudi skozi sodno odločbo *Chris-Craft Ind., Inc. v. Piper Aircraft Corp.*,⁹⁴ ki v sodbi navaja, da je naklep lahko tudi ustvarjanje umetnega povpraševanja po delnicah, in nadalje pojasnjuje, da je umetno povpraševanje mogoče ustvariti s številnimi zavajajočimi praksami, vključno z »wash sale«,⁹⁵ usklajevanjem naročil in manipulativnimi cenami. Vrhovno sodišče v ZDA je v eni izmed sodb pojasnilo, da je cilj tovrstnih manipulativnih praks zavajanje vlagateljev z umetnim vplivanjem na trg.⁹⁶

Nedvomno je, da je *WallStreetBets* s spodbujanjem nakupa delnice *GameStopa* deloval usklajeno in da je njegovemu ravnanju sledilo dramatično zvišanje cene delnice. Da bi lahko v danem primeru govorili o tržni manipulaciji, mora biti izpolnjen tudi znak »stanja zavesti«. Kot smo predhodno že navedli, stanje zavesti zajema naklep zavajanja, manipulacije ali goljufanja ali naklep ustvarjanja umetnega povpraševanja.

V primeru *WallStreetBets* bi bilo težko dokazati manipulacijo, goljufijo ali zavajanje. Izmenjava mnenj in priporočil za nakup delnic, ki temelji na dejanskemu stanju trga (informacij v letnem poročilu podjetja *Melvin Capital*), ni nezakonita. V primeru *WallStreetBets* z vidika zakonodaje ZDA tudi ne moremo govoriti o ustvarjanju umetnega povpraševanja, saj ta zakonski znak ni izpolnjen, prav tako vpliv na trg ni bil umeten, saj so odločitve vlagatelja temeljile na informacijah iz letnega poročila podjetja *Melvin Capital*, ki so bile resnične. Res je, da je tovrstna praksa nakupa

⁹² Securities Exchange Act of 1934, poglavje 9.

⁹³ VS ZDA, zadeva *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, št. 74–1042.

⁹⁴ Okrožno sodišče v New Yorku, *Chris-Craft Industries, Inc. v. Piper Aircraft Corporation*, št. 69 Civ. 2227.

⁹⁵ Prodaja vrednostnega papirja z izgubo in nato nakup istega vrednostnega papirja ali »v bistvu enakega« vrednostnega papirja kupite v 30 dneh. Več o tem: CFI, *What is Wash Trading?*, dostopno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/wash-trading/>.

⁹⁶ VS ZDA, zadeva *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, št. 75–1753.

finančnega instrumenta, kot so jo predlagali na forumu, le redko uspešna. O tržni manipulaciji pa ne moremo govoriti brez nezakonitega naklepa.

3.3 Vprašanje sankcioniranja spletne manipulacije vrednostih papirjev v slovenskem pravnem prostoru

Tržna manipulacija je v slovenski kazenski zakonodaji inkriminirana v 239. členu KZ-1 kot zloraba trga finančnih instrumentov. Za namene te analize analiziramo izvršitveno ravnanja iz 3. točke prvega odstavka tega člena. Preostali točki sta *delicta propria* in jih lahko stori le tisti, ki sklene posel ali izda naročilnico za trgovanje. V analizi se tudi ne dotikamo vprašanja odgovornosti platform za trgovanje, saj delnic, ki kotirajo na slovenskem borznem trgu, tam ni mogoče kupiti.

Za namen te analize predpostavljamo, da je delnica Petrola, ki kotira na slovenski borzi, tista, o kateri poteka pogovor na slovenskem spletnem omrežju Med.Over.Net in je zaradi padca vrednosti goriva v zadnjem letu izgubila vrednost. Vlagatelji namesto prek spletnih platform za trgovanje delnico kupujejo prek različnih borzno-posredniških družb v Slovenji. Pogovor o delnici je enak, kot je bil v primeru GameStop, kjer neznani uporabnik foruma na podlagi javno razpoložljivih informacij o skladu, ki ima na delnici odprtih več kratkih pozicij, poziva druge uporabnike, da delnico kupijo. Na tem mestu opozarjamo, da tako silovite rasti kot v ZDA v Sloveniji ni mogoče pričakovati, saj ima v skladu z zakonodajo EU tudi Slovenija vzpostavljene varovalne mehanizme, ki ustavijo trgovanje.

V skladu s 3. točko prvega odstavka 239. člena KZ-1 se z zaporom do treh let kaznuje kdor, zato da bi sebi ali komu drugemu pridobil protipravno premoženjsko korist, s prepovedanim ravnanjem zlorabi trg finančnih instrumentov, razširja napačne ali zavajajoče informacije o finančnih instrumentih, z istim ciljem razširja govorice ter napačne in zavajajoče novice prek medijev, medmrežja ali na drug podoben način.

Katera bit kaznivega dejanja mora biti izpolnjena, da lahko govorimo o tržni manipulaciji po 3. točki prvega odstavka 239. člena KZ-1? Storilec mora razširjati napačne ali zavajajoče informacije. V skladu z jezikovno razlago je napačna informacija tista, ki ni v skladu z resničnostjo in dejstvi, zavajajoča pa tista, ki navaja

neprave ali navidezne informacije z namero nekoga zavesti.⁹⁷ V dani situaciji je bila informacija o kratki poziciji sklada javno dostopna in resnična, vprašanje pa ostaja, ali je navedba uporabnika foruma, da se zaradi tega spleta delnico kupiti, resnična in ni morda zavajajoča. Njegovo navedbo bi lahko ovrednotili kot špekulativno, saj se nakup te delnice izplača le, če se situacija razvije, kot se je v primeru GameStopa, saj je taka delnica v dani gospodarski situaciji brez realne vrednosti. Menimo, da bi v dani situaciji tovrstno komunikacijo prek spletnih forumov, ki so polni špekulacij, zelo težko argumentirali kot zavajajočo. Na forumih uporabniki namreč velikokrat delijo svoje misli, predpostavljanja in nasvete. Narava teh pogovorov je nezavezujoča in velika večina uporabnikov izjav na forumih ne dojema kot finančne nasvete. Spletnih forumov ne moremo enačiti z revijami, kot so Finance, kjer nasvete podajajo finančni strokovnjaki. Na tej točki lahko identificiramo sivo cono v trenutni ureditvi, saj presojamo, da nasveta posameznika na spletnem forumu ne moremo enačiti z mnenjem finančnega strokovnjaka.

Če pa predpostavljamo, da je ta informacija res zavajajoča, je drugo vprašanje, ali se je uporabnik zavedal, da je ta informacija zavajajoča, in ali je to informacijo razširjal z namenom zavajajoče predstave o povpraševanju in cenah finančnega instrumenta. Kaznivo dejanje zlorabe trga finančnih instrumentov je namreč lahko le naklepno (direkten naklep). Storilec mora imeti ob širjenju zavajajočih navedb povsem jasno predstavo, da bo s svojim protipravnim ravnanjem pridobil protipravno premoženjsko korist.⁹⁸ Ravnanje storilca je zato treba presojati kot celoto. Odločilno pa je predvsem manipulatorjevo poznavanje tržnih praks in delovanja trga ter poznavanje možnosti izkoriščanja strukture trga in njegove integritete.⁹⁹ V danem primeru se je uporabnik spletnega foruma predstavljal kot laik, čeprav obtožnica v ZDA navaja, da je v resnici aktivno delal kot strokovnjak v naložbeni in finančni industriji. Če to drži, bi lahko argumentirali, da je v danem primeru izkazan direkten naklep, saj je uporabnik uporabil svoje finančno znanje zato, da bi manipuliral z vlagatelji. Še vedno pa bi izredno težko dokazali subjektiven element, saj bi zaradi platforme, na kateri je objavil zavajajočo informacijo, težko dokazali, da je imel jasno predstavo, da bo s svojimi zavajajočimi informacijami uspešen pri vplivanju na ponudbo in povpraševanje delnice. Zdi se, da je naklep v dani situaciji zgolj slučajen in je zgolj privolil v možnost nastanka zavajajoče predstave. Prav tako bi težko

⁹⁷ N. Gliha Komac, N. Jakop, J. Ježovnik et al., 2019, Slovar slovenskega knjižnega jezika 2018.

⁹⁸ D. Korošec, K. Filipčič, S. Zdolšek et al., 2019, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1), str. 965.

⁹⁹ Prav tam, str. 965.

zagovarjali sotorilstvo z ostalimi uporabniki foruma, saj je nabor slednjih izredno pisan in tudi razlogi, zakaj so se odločili za nakup te delnice, so najverjetneje različni. Ali je bil v ozadju direkten naklep ali zgolj zabava in možnost hitrega zaslužka, bi sodišča v danem primeru težko ovrednotila. Zavedati se je potrebno, da ni vsako ravnanje, iz katerega sledi prizadetje finančnih instrumentov, tržna manipulacija. Včasih borzni baloni zrastejo tudi iz resničnosti, ki jo izkrivlja zgolj zmotno prepričanje vlagateljev.

Ocenjujemo, da je trenutna inkriminacija kaznivega dejanja zlorabe finančnih instrumentov v slovenski zakonodaji nepripravljena na tovrstna kazniva dejanja, če bi bila slednja res manipulativne narave. Bit kaznivega dejanja je v danem primeru pomanjkljiva in ustvarja sivo cono za tovrstna manipulativna dejanja. Problem je predvsem v tem, da je potrebno o namenu manipulatorja sklepati na podlagi celotnega ravnanja, kar pa je izredno težko ovrednotiti v dokaznem postopku, in obstaja nevarnost, da ravno to ustvarja sivo cono za določena ravnanja, ki bi jih sicer lahko ovrednotili kot tržno manipulacijo.

4 Zaključek

ESMA je 17. februarja 2021 zaradi dogodkov, povezanih z delnico GameStopa, podala izjavo, s katero je male vlagatelje opozorila na tveganja, povezana z odločitvami o trgovanju, ki temeljijo izključno na izmenjavi mnenj, neformalnih priporočilih in izmenjavi namenov trgovanja prek družbenih omrežij in nereguliranih spletnih platform.¹⁰⁰ V njej je med drugim poudarila, da zgolj pogovori o tem, katero delnico je dobro in katere se ne izplača kupiti, še ne pomenijo tržne manipulacije. Vendar je hkrati poudarila, da bi lahko organizirano izvajanje usklajenih strategij trgovanja ali dajanja naročil pod določenimi pogoji in ob določenem času za premik tečaja delnice pomenilo tržno manipulacijo.¹⁰¹

Situacije, kot smo jim bili priča na ameriškem trgu, na evropskih borznih trgih najverjetneje ni pričakovati. Obenem pa bi bilo naivno misliti, da so evropski trgi imuni na tovrstne manipulacije. Dejstvo je, da so mlajši in nerazviti borzni trgi, kot

¹⁰⁰ ESMA, 2021, Steven Maijoor Delivers Statement on GameStop at the Econ Committee, dostopno na: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/steven-maijoor-delivers-statement-gamestop-econ-committee>.

¹⁰¹ ESMA, 2021, Episodes of Very High Volatility in Trading of Certain Stocks, dostopno na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11809_episodes_of_very_high_volatility_in_trading_of_certain_stocks_0.pdf.

je slovenski, veliko slabše usposobljeni za odkrivanje tržnih manipulacij, čeprav te niso tako kompleksne kot na bolj razvitih trgih. Tu se tudi pojavi vprašanje, kako se bo trg, ki že najpreprostejših tržnih manipulacij ne odkriva učinkovito, spopadel s kompleksnimi kibernetskimi manipulacijami.

Dovršene metode nekaterih storilcev za vdiranje v sisteme in napredna tehnologija, ki lahko ustvarja na videz resnične novice (»deepfake«), se za slovenskega zakonodajalca lahko izkažejo kot trn v peti. Sodišča s svojo pomanjkljivo sodno prakso ne ustvarjajo ustreznih precedensov. Kompleksni postopek dokazovanja objektivnega in subjektivnega elementa direktnega naklepa pri tovrstnih kaznivih dejanjih morda ponuja visoko stopnjo pravne varnosti za storilca, a ravno zato je pomembno, da so organi pregona ustrezno usposobljeni in regulatorji seznanjeni z najnovejšimi tehnikami tržne manipulacije. Zakonodajca bi morala kaznovalne okvirje prilagoditi na način, da vključujejo tudi kazniva dejanja, ki jih prinaša sodobna tehnologija. Trenutni zakonodajni okvir ne ponuja učinkovite zaščite, saj zanemara vidike novodobnih kibernetskih pojavov. Zanašanje na navodila EU prav tako ne bo prineslo želenih rezultatov na kazenskopравnem področju, saj je slednje tesno povezano s suverenostjo države. Je pa moč EU v tem, da vlagatelje lahko izobražuje in osvešča o nevarnostih, ki prežijo na spletu.

Uspešnega preganjanja kibernetskih kaznivih dejanj se je potrebno lotiti na dveh frontah. Pomembno je postaviti učinkovit nadzor nad informacijami, objavljenimi na družbenih medijih, in ustrezno urediti kazenskopравno področje tržne manipulacije. Slednje je mogoče samo z usklajenim sodelovanjem zakonodajalca, regulatorja in pravosodja, le tako se bomo lahko uspešno spopadli s kompleksnimi pojavi kibernetskega kriminala na borzi, ki tiho preži v ozadju.

Literatura

- Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2017, Pojasnila k uredbi o zlorabi trga (MAR), dostopno na: https://www.atvp.si/storage/app/media/Documents/Naslovnica/Povstercki/POJASNILA_K_UREDBI_MAR-ZBIRNO_GRADIVO_V3.pdf.
- Agencija za trg vrednostnih papirjev, 2021, Upravno sodišče pritrdilo ukrepu ATVP zaradi tržne manipulacije, dostopno na: <https://www.a-tvp.si/novica/upravno-sodisce-pritrdilo-ukrepu-atvp-zaradi-trzne-manipulacije>.
- Autorité des Marchés Financiers, 2021, Study - Stock Market Cybercrime : Definition, Cases and Perspectives, dostopno na: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/study-stock-market-cybercrime-definition-cases-and-perspectives>.

- Autorité des Marchés Financiers, 2020, The AMF Publishes a Study About Stock Market Cybercrime, dostopno na: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/amf-publishes-study-about-stock-market-cybercrime>.
- Bernard Luka, Evropski trendi pri urejanju prodaje na kratko, *Pravna praksa*, Let. 31 (2012), št. 4, str. 13–14.
- Bernhardt Dan, Davies, Ryan J., Painting the Tape: Aggregate Evidence, *Economics Letters*, Let. 89 (2005), št. 3, str. 306–311.
- Bradshaw Mark T., Richardson Scott A., Sloan Richard G., Pump and Dump: An Empirical Analysis of the Relation Between Corporate Financing Activities and Sell-Side Analyst Research, SSRN, 2003.
- CFI, What is Wash Trading?, dostopno na: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/wash-trading/>.
- Chawla, Raj, How to Make Money in Stock Market, Prabhat Prakashan, New Delhi 2020.
- Comerton-Forde Carole, Tälis J. Putniņš, Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants, *Review of Finance*, Let. 18 (2014), št. 1, str. 23–66.
- ESMA, 2021, Episodes of very high volatility in trading of certain stocks, dostopno na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-11809_episodes_of_very_high_volatility_in_trading_of_certain_stocks_0.pdf.
- ESMA, 2021, Steven Maijoor Delivers Statement on Gamestop at the Econ Committee, dostopno na: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/steven-maijoor-delivers-statement-gamestop-econ-committee>.
- Fernand Larissa, Dicont the Obvious, Bet on the Unexpected, Morningstar, 2018, dostopno na: <https://www.morningstar.in/posts/48402/discount-obvious-bet-unexpected.aspx>.
- Fox Merritt B., Glostén Lawrence R., Rauterberg Gabriel V., Stock Market Manipulation and Its Regulation, *Yale Journal on Regulation*, Let. 35 (2018), str. 67–125.
- Forum Wallstreetbets, dostopno na: <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets>.
- Harnik Snežana, Notranje informacije: Skozi teorijo do prakse, *Pravna praksa*, Let. 20/517 (2001), št. 28, str. 5–7.
- Hren Kristian, Manipulacija na trgu vrednostnih papirjev in odgovornost za manipulacijo, *Podjetje in delo*, (2003), št. 6-7, str. 1424–1452.
- Huang Yu Chuan, Chen Roger C. Y., Cheng Yao Jen, Stock Manipulation and Its Impact on Market Quality, 2014.
- Huš Matej, Kako je Reddit premagal Wall Street, *Monitor*, 2021, dostopno na: <https://www.monitor.si/clanek/kako-je-reddit-premagal-wall-street/205307/>.
- Jenull Hinko, Skromni rezultati pregona borzne kriminalitete, *Pravna praksa*, Let. 38 (2019), št. 5-6, str. 6–8.
- Kindleberger Charles P., Aliber Robert Z., Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises (6. izdaja), Palgrave Macmillan, London 2011.
- Komac Gliha Nataša, Jakop Nataša et al., Slovar slovenskega knjižnega jezika 2018, Založba ZRC, Ljubljana 2019.
- Korošec Damjan, Filipič Katja, Zdolšek Stojan, Koritnik Boštjan, Ambrož Matjaž, Sijercić-Čolić Hajrija, Fišer Zvonko, Šelih Alenka, Kreča Klemen, Veliki znanstveni komentar posebnega dela Kazenskega zakonika (KZ-1)(2. knjiga), Uradni list Republike Slovenije, Pravna fakulteta univerze v Ljubljani, Ljubljana 2019.
- Lessons From the 1929 Stock Market Crash, *Maplemoney*, 2020, dostopno na: <https://maplemoney.com/the-1929-stock-market-crash/>.
- Lin Tom CW, The New Market Manipulation, *Emory L.J.*, Let. 66 (2017), št. 6, str. 1253.
- Markham, Jerry W., Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, Routledge, New York 2015.
- Mavko Aleksander, Prepoved tržne manipulacije na podlagi ZTFI, *Podjetje in delo*, Let. 37 (2011), št. 8, str. 1615–1636.

- McConnell International, 2000, *Cybercrime and Punishment? Archaic Laws Threaten Global Information*, dostopno na: https://uh.edu/tech/cisre/resources/ia-resources/_files/7033/Week12/cybercrime.pdf.
- Mitchell Cory, *Insider Trading Sanctions Act of 1984*, Investopedia, 2021, dostopno na: <https://www.investopedia.com/terms/i/insider-trading-sanctions-act-of-1984.asp>.
- Neyret Alexandre, *Stock Market Cybercrime: Definition, Cases, and Perspectives*, Autorité des Marchés Financiers, 2018.
- Orlič Zrnec Boštjan, *Insiderski delikt v kazenskem zakonu in pravosodni praksi (1. del)*, *Podjetje in delo*, Let. 45 (2019), št. 8, str. 1450–1484.
- Putniš Tālis J., *Market Manipulation: A survey*, *Journal of Economic Surveys*, Let. 26 (2012), št. 5, str. 952–967.
- Reddit, 2021, *User Agreement*, dostopno na: <https://www.redditinc.com/policies>.
- Renault Thomas, *Market Manipulation and Suspicious Stock Recommendations on Social Media*, SSRN Electronic Journal, 2017.
- Söderström, Rebecca, *Regulating Market Manipulation: An Approach to Designing Regulatory Principles*, Working Paper 2011:1, Uppsala Universitet, Juridiska fakulteten, 2011.
- Tomšič Matic, *Neverjetna drama na Wall Streetu: milijarderjem se tresejo hlače*, DigiSVET, 2021, dostopno na: <https://siol.net/digisvet/novice/neverjetna-drama-na-wall-streetu-milijarderjem-se-tresejo-hlace-544375>.
- U.S. Securities and Exchange Commission, *The Laws That Govern the Securities Industry*, dostopno na: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/laws-govern-securities-industry>.
- Whyman Rick, *Short and Distort: Bear Market Stock Manipulation*, Investopedia, 2021.

SUMMARY

This paper undertakes a comprehensive examination of existing criminal legislation in the United States and Slovenia governing the burgeoning technological threat of market manipulation, particularly in light of the escalating cyber threats present on online platforms. The GameStop stock incident with surge stock price, from a mere \$2.80 in April 2021 to an astounding 700 percent increase, as orchestrated by speculators on the Reddit forum, has illuminated ambiguities within the US legal landscape. This incident prompts a critical inquiry into whether activities such as collusion on online platforms like Reddit can be construed as market manipulation. This inquiry naturally extends to contemplate the potential role of forum moderators in overseeing user behaviour.

The GameStop scenario highlights the shifting dynamics of financial markets in the digital age, where traditional frameworks struggle to keep abreast of the sophisticated strategies employed by technologically adept players. The swift dissemination of information on platforms like Reddit further muddles the distinction between authentic market sentiment and orchestrated manipulation.

The ever-evolving cyber domain has become fertile ground for market manipulators. The anonymity afforded by electronic communication, the vastness of cyberspace, and rapid technological progress create an environment conducive to the emergence of innovative financial technologies and tactics for market manipulation. Legislators face the formidable challenge of crafting legislation to shield investors from potential direct or indirect losses stemming from cyber-enabled market manipulation.

In contrast to the US, prevailing European legislation serves as a prophylactic measure against stock price hyperinflation, employing automated systems to temporarily halt trading in securities that experience a 10 percent surge during a session, followed by another halt at a 5 percent increase. Nonetheless, while these safeguards demonstrate a level of effectiveness, they may not always suffice. Consequently, it cannot be overstated that pressing need arises for effective, robust, and lucid legislation, capable of deterring such manipulative practices and safeguarding the integrity of financial instruments within the Stock Market. It is imperative to acknowledge that situations like those observed within in the US stock market are unlikely to occur on European stock exchanges.

Nevertheless, it would be imprudent to presume that European markets are immune to such manipulations practices. The veracity remains that less mature and less developed stock markets, such as the Slovenian market, exhibit a notably diminished capacities for detecting instances of market manipulations, even though they may not be as intricately devised as those on more established markets.

The underlying issue may originate from regulations that lack the requisite precision and uniformity. While legislators must aim for maximum clarity in legal provisions, a degree of abstraction remains indispensable in addressing market manipulation, given its diverse and continually evolving nature.

While the above-mentioned European approach presents a commendable step towards safeguarding market integrity, it is essential to acknowledge that no single regulatory model can be considered universally applicable. Thus, jurisdictions worldwide must engage in a nuanced dialogue to formulate legislation that is not only comprehensive but also adaptable to the dynamic nature of financial markets. By juxtaposing the regulatory responses of the United States and Europe, this paper tries to underscore the need for a concerted global effort to harmonize legislation, ensuring that financial markets remain resilient against emerging technological threats. In doing so, we can fortify the foundation upon which economic stability and investor confidence rest.

