

*Мр Сања Граић-Стејановић,
асистент Факултета политичких наука, Београду*

Забрана злоупотребе поверљивих информација – “Insider dealing”

1. Повлашћена информација и пословна тајна

Пословном тајном сматра се сваки податак о положају и делатности предузећа који је познат и који, по закону или по вољи носиоца у складу са законом, сме бити познат само одређеном кругу лица.¹⁾

Повлашћена информација представља ужи и изведен појам из института пословне тајне. Повлашћена информација има карактер поверљивог податка, позната је уско одређеном и са пословањем компаније најближе повезаним кругом лица (insiders), односно трећим лицима којима је они саопште, и односи се на специфичан и прецизно дефинисан тајни податак о пословању.

Повлашћена информација се одређује кумулативним испуњењем четири услова:

- информација се односи на тачно одређене поверљиве податке, или одређену компанију или њено пословање;

- информација је специфична и уско одређена;

- информација је по свом карактеру тајна, односно непозната јавности;

- информација би имала значајан утицај на тржишно котирање хартија од вредности компаније, уколико би била објављена.²⁾

1. Забел Б.: "Пословна тајна", Београд, 1970., с.24

2. Charlesworth M., Morse G: "Company Law", London, 1999., p.355

Differentia specifica повлашћене информације у односу на пословну тајну јесте њена посебна природа и одређеност³⁾ што значи да: - односи се на тачно одређени сегмент пословања компаније, директно или индиректно и - није позната јавности ни објављена, а уколико би била, вероватно је да би утицала на вредност акција те компаније.

2. Категорије субјекта код дела злоупотребе поверљивих информација

Злоупотреба повлашћених информација врши се од стране субјеката која у том процесу учествују, која се налазе "унутар" њега, или трећих лица која су од њих упозната са подацима које поверљива информација садржи. Израз "insider" користи се у савременим пословним односима да означи лице које се налази унутар предузећа, које учествује у трансакцији и располаже релевантним информацијама, што му обезбеђује привилегован положај у односу на друге субјекте. Insider је лице који захваљујући обављању одређене функције долази у посед одређене информације о компанији, која је непозната обичним акционарима и која би, уколико би била позната, вероватно утицала на тржишну вредност акција. Повлашћеним информацијама могу располагати физичка и правна лица. Забрана злоупотребе повлашћених информација у случају правног лица води увек до одређеног физичког лица која има овлашћење управљања и располагања хартијама од вредности.⁴⁾ Постоје две основне категорије субјеката који се, према природи функције коју обављају у компанији, налазе у објективној могућности да директно дођу у посед поверљиве информације.

1. Примарни insider-и су лица на високом степену пословне хијерархије унутар компаније, која су за њу непосредно везана и која имају руководне функције: пословодни орагани, директори, менаџери, чланови управног и надзорног одбора и други. За субјекте који припадају категорији примарних insider-а постоји претпоставка олакшаног и директног приступа поверљивим информацијама о одређеном аспекту пословања компаније у којој су запослени, односно обављају одређену функцију.

2. Секундарни insider-и обухватају две групе субјеката. Најпре, то су лица запослена у компанији која нису обухваћена категоријом примарних insider-а. Друга група односи се на стручна лица изван компаније, која их је ангажовала за обављање одређених професионалних делатности, којом приликом су дошли у посед поверљивих информација - адвокати, ревизори, консултанти и други.

Осим наведене две категорије субјеката, злоупотребу информација може извршити и свако лице које од субјекта који је упознат са повлашћеном информацијом (то не мора бити insider) директно или индиректно, сазна за односне податке,

3. Dine J.: "Company Law", London, 1998., p.219

4. Gower L.C.B: "The Principles of Modern Company Law", London, 1992., p. 628

или у њихов посед дође на неки други начин, а које је било свесно да је реч о повлашћеној информацији која није јавна. Може се претпоставити да повлашћена информација више пута буде “пренесена” са једног на друго лице, почевши од insider-a, пре него што дође до њене евентуалне злоупотребе.

У ову групу субјеката (“tippees”) улазе и службеници државних тела (као што су комисија за хартије од вредности или антимонополска комисија), као и сами акционари компаније.

3. Међународни прописи о спречавању злоупотребе информација

Међународни прописи о спречавању злоупотребе информација у пословању, најчешће у случајевима спајања предузећа и преузимања контроле, имају за циљ да успоставе равнотежу између националних права и прошире круг оних који регулишу и санкционишу овакво понашање, а такође и да успоставе основе за развијање система сарадње и помоћи надлежних државних органа различитих земаља у циљу откривања, спречавања и санкционисања радњи злоупотребе поверљивих информација у пословању привредних субјеката.

Посебно питање које се може појавити у међународном промету хартија од вредности, везано за злоупотребу поверљивих информација, јесте проблем сукоба закона у међународним пословним трансакцијама.

Наиме, субјекти који учествују у овом виду међународног пословања имају различита држављанства и домициле. Није спорно да се имају применити право седишта берзе на којој се послована трансакција обавља. Али, шта уколико учесници истог посла, применом различитих *lex nationalis*, односно *lex domicilii* имају различит правни положај, који је понекад изведен до апсурда?

Тако, на пример, за учествовање у истом правном послу нека права предвиђају прекршајно гоњење, нека кривично, нека грађанске санкције накнаде штете, а нека уопште не регулишу, па ни санкционишу злоупотребу поверљивих информација у пословању.

Из овог разлога дошло се до закључка о неопходности наднационалног регулисања проблематике злоупотребе поверљивих информација.

Два најважнија међународна, односно наднационална акта која регулишу питање заштите од злоупотребе повлашћених информација јесу Европска конвенција о спречавању злоупотребе информација из 1989. године и Директива Европске уније о забрани злоупотребе поверљивих информација из исте године.

3.1. Европска конвенција о спречавању злоупотреба поверљивих информација

Конвенција о спречавању злоупотребе поверљивих информација⁵⁾ закључена је у априлу 1989. године, између дванаест земаља чланица Европске економске за-

5. Council of Europe, European Treaty Series, No.130

једнице, Финске и Сједињених Америчких Држава, у циљу премошћавања међусобних разлика националних законодавстава у регулативи проблематике злоупотребе повлашћених информација.

У оквиру Конвенције издвајају се четири основне области:

- Прва даје дефиниције основних појмова;
- Друга област утврђује принципе сарадње у циљу благовремене размене података о недозвољеним радњама злоупотребе информација;
- Трећа област се односи на сарадњу потписница у погледу кривичног гоњења прекршилаца и
- Четврта област прокламује основне циљеве Конвенције.

Конвенција утврђује да противправну радњу злоупотребе информација могу предузети следећи субјекти:

- Председник или председавајући, члан борда директора или другог органа управе или надзорног органа, овлашћени агент или запослено лице које је имало утицаја на операције на организованом тржишту хартија од вредности на тај начин што је свесно користило информације које су имале карактер поверљивих и нису биле доступне јавности, до којих је дошло захваљујући свом положају, а у намери остварења користи за себе или неко друго лице;
- Лице које је учествовало у пословној трансакцији користећи поверљиве информације, до којих је дошло приликом вршења својих дужности односно обављања свог занимања;
- Лице које је учествовало у пословној трансакцији користећи поверљиве информације које су му пренели горе наведени субјекти.

Размена информација између држава потписница Конвенције односи се пре свега на недозвољене радње од стране insider-а у пословању компаније. Конвенција, међутим, поставља основе и за ширу сарадњу потписница у овој области, у циљу обезбеђења фер трговине хартијама од вредности.

3.2. Директива Европске уније о спречавању злоупотреба поверљивих информација

Директива о забрани злоупотребе поверљивих информација⁶⁾ је донета у новембру 1989. године, са основним циљем хармонизације правних прописа земаља чланица у погледу санкционисања недозвољене праксе злоупотребе поверљивих информација у трговини хартијама од вредности.

Поверљива информација, у смислу ове Директиве, представља информацију која није доступна јавности и која се односи на једног или више издаваоца преносивих хартија од вредности или на саму хартију од вредности, а која, да је у конкретном случају објављена, могла би имати значајан утицај на цену преносиве хартије од вредности. Директивом је усвојен екстензиван појам хартија од вредности, који подразумева и финансијске деривате, и односи се на: акције, обвезнице, уговоре

6. EC Directive on Insider Dealing (89/592/EEC)

или права на упис, стицање и поседовање хартија од вредности, фјучерсе, опције и индекс уговоре, који се тичу хартија од вредности чија се трговина обавља на тржишту контролисаном од органа признатих од стране јавне власти.

Сваком лицу које због свог чланства у надзорном, управном или контролном органу издаваоца хартија од вредности или због поседовања улога у капиталу издаваоца, или уколико има приступ поверљивим информацијама због свог запослења, занимања или обављања дужности, забрањено је да по наведеним основима стиче предност, уз потпуно знање за њено стицање или поседовање, и користи је за свој рачун или за рачун трећег лица, било директно или индиректно, у погледу трговине хартијама од вредности издаваоца на које се информација односи.

Директивом је предвиђено да државе чланице међусобно сарађују у циљу реализације свих њених аспеката, укључујући и размену релевантних информација.

Држава чланица може одбити да пружи одређену информацију која јој је затражена у два случаја:

А) Уколико би одавање тражене поверљиве информације могло да угрози државну тајну, јавни поредак или суверенитет државе и

Б) Уколико је раније већ покренут судски поступак против истих лица и за исту радњу пред надлежним судом, односно уколико је правноснажна судска одлука већ донета.

4. Злоупотреба повлашћених информација

У савременим условима пословања, тешко је обезбедити једнак приступ свим заинтересованим субјектима информацијама о пословању на тржишту хартија од вредности. Неке категорије субјеката својим положајем и врстом посла коју обављају објективно су у позицији да лакше и пре других дођу у посед одређених пословних података.

Субјекти који располажу поверљивим информацијама могу се савесно понашати и то знање не употребити ради стицања користи за себе или другог.

Под злоупотребом повлашћених информација подразумева се коришћење чињенице познавања одређених података о пословању компаније у циљу стицања имовинске и друге користи за себе или трећа лица.

Злоупотреба поверљивих информација начешће се сусреће у операцијама преузимања контроле (Take over) и спајања предузећа (Mergers and Acquisitions).

Свако лице које је упознато са планирањем предстојеће пословне операције пре него што понуда буде и званично објављена, у повлашћеној је позицији да купи одређен број акција друштва од кога се куповина пакета планира, по нижој цени од оне која је предвиђена у понуди, и да затим објави да их продаје по вишој цени.

Постоји економска законитост о расту цена акција компаније која треба да буде откупљена, као последица упућене понуде. Уколико, међутим, због злоупотребе поверљивих информација дође до куповине акција и пре званичног објављивања,

вања понуде, њихова цена ће већ тада знатније порасти. На овај начин долази до форсираног и вештачког подизања цена акција и већег одлива новца друштва које је дало понуду, што омогућава стицање имовинске користи субјеката која су за планирану пословну трансакцију сазнала пре објављивања званичне понуде.

Оваквим видом злоупотребе поверљивих информација бивају оштећени, с једне стране, субјекти компаније чији пакет акција се купује, односно њени акционари, којима је ускраћена могућност да остваре знатно виши профит, јер акције продају по ценама које су ниже од оних предвиђених у понуди, а са друге стране на штети је и компанија - купац акција, која их плаћа по вишим ценама.⁷⁾

Приликом спровођења поступка спајања предузећа, долази до преноса акција и других хартија од вредности са једних субјеката на друге, услед чега постоји реална опасност да одређен круг субјеката који у реализацији фузије предузећа учествују злоупотреби свој положај и поверљиве информације о одређеном аспекту операције фузије које поседује, у намери да за себе или другога постигне имовинску корист.⁸⁾

5. Средства заштите од злоупотребе поверљивих информација

Забрана злоупотребе поверљиве информације односи се на све категорије субјеката које њоме располажу.

Забрана злоупотребе повлашћене информације рефлектује се на два нивоа. Најпре, лице које поседује такву информацију (без обзира на начин на који је дошло у њен посед: директно или преко другог лица) и свесно је њене тајне природе, не сме је саопштити трећем лицу.

Са друге стране, забрана злоупотребе повлашћених информација намеће лицу које њоме располаже уздржавање од следећих радњи:

А) Трговине хартијама од вредности на које се повлашћена информација односи;

Б) Упућивања других лица на трговину хартијама од вредности на које се поверљиве информације односе;

Ц) Откривања поверљиве информације другом лицу, осим ако то не налажу обавезе професије, односно функције коју обавља.

Одговорност лица које је злоупотребило свој привилеговани положај располагања повлашћеном информацијом претпоставља испуњење две претпоставке:

- објективни услов се односи на само поседовање поверљивог податка
- субјективни услов подразумева намеру да се познавање поверљиве информације злоупотреби у циљу остваривања материјалне користи за себе или друго лице.

7. Павић М.: "Правни положај акционара у акционарском друштву", Београд, 1996., с.407

8. Види: Begg P., Corporate Acquisitions and Mergers", London, 1996., p. 1.91

Правним средствима заштите од злоупотребе повлашћених информација штити се положај мањинских акционара, поверилаца, али и потенцијалних купаца акција, кроз начело слободне и фер трговине хартијама од вредности.

Правни системи англосаксонских земаља, а посебно британско право, отишли су најдаље у прописивању и примени режима заштите од злоупотребе поверљивих информација.

Постоје три основна начела која се крше злоупотребом поверљивих информација у пословању:⁹⁾

А) Лојалност (Fidelity) - која се односи на извор информација и положај лица које ту информацију злоупотребљава;

Б) Савесно обављање службе (Efficiency) - односи се на дужност директора и других високих функционера у компанији да правовремено објаве све релевантне чињенице на тржишту акција од којих зависи њихова цена, као и на забрану да они сами, у своје или туђе име и за свој или туђ рачун, њима тргују.

Ц) Правичност (Equity) - односи се на захтев да сви учесници у пословању на берзи имају једнаку позицију.

Insider не може трговати, нити пружати савете другом субјекту у вези трговине, или давати било какву информацију неком лицу уколико зна или му мора бити познато да ће то, или неко треће лице тај податак употребити у трговини акцијама, односно саветовати треће лице у трговини на признатој берзи, у погледу акција његове или друге компаније са којом је повезан.¹⁰⁾

Insider као лице које повреди прописану забрану злоупотребе поверљивих информација, суочава се и са другим посебним забранама:

- Да тргује на официјелним берзама хартијама од вредности у односу на које је сазнао поверљиве информације. Ова одредба оставља простора да insider обавља трговину изван берзе, у приватним трансакцијама;
- Да тргује хартијама од вредности других компанија, уколико се стекну изнети услови и у односу на ту другу компанију. Ова одредба оставља у пракси простора за различите ситуације: на пример, да insider сазна поверљиву информацију о раскиду уговора између своје и друге компаније и то искористи, односно злоупотреби;
- Да саветује или заступа друго лице у трговини са хартијама од вредности његове или друге компаније, уколико су се код њега стекли одговарајући услови, при чему му је, или би му морало бити познато да ће то лице њима трговати на официјелној берзи;
- Да саопшти поверљиву информацију било ком лицу, уколико зна или би морао знати да ће то или неко треће лице употребити ту информацију у сврху трговине, односно саветовања или заступања трећег лица у трговини са хартијама од вредности на официјелној берзи.

9. Види: Hopt K., Wymeersch E.: "European Insider Dealing", London, 1991., p.243

10. Company Securities Act, Art. 10, Vidi: Peacock A., Bannock G., Corporate Takeovers and the Public Interest, London, 1991., p.23

Осим за субјекте који се сматрају insider-има, овај режим важи и за лица који-ма је insider поверио поверљиву информацију ("tippees") - *dolus omnimodo puniatur*¹¹⁾.

Повлашћено лице које злоупотреби своје сазнање о одређеном аспекту пословања предузећа које има карактер поверљиве информације одговара по више основа: кривичне, прекршајне и грађанске одговорности, која подразумева накнаду доказане штете сваком инвеститору са којим је вршена трговина хартијама од вредности, при чему је злоупотребљен привилеговани положај располагања поверљивом информацијом.¹²⁾

Промет хартија од вредности данас се одвија претежно путем берзанског пословања, које је регулисано уређеним системом правила понашања, што представља и додатну заштиту од злоупотребе поверљивих информација.

Ratio пословања институције берзе управо се и састоји у прикупљању и реаговању на различите спољне утицаје и податке, који по одређеним правилностима имплицирају промену вредности акција субјеката заступљених на берзи.

У југословенском праву дело злоупотребе поверљивих информација у пословању хартијама од вредности регулисано је 1994. године, доношењем Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима.¹³⁾

Закон предвиђа обавезу сваког члана берзе да савесно обавља послове берзанске и ванберзанске трговине и да се придржава правила и аката берзе, као и да не злоупотребљава информације које нису доступне свим учесницима на берзи.¹⁴⁾

Законом је прописано да Статутом берзе мора бити утврђен начин спречавања злоупотребе информација које нису доступне свим учесницима на берзи, с тим што свака берзанска кућа ближе утврђује механизме за спровођење ове обавезе.

Статут Мешовите финансијске берзе Београдске берзе акционарског друштва - Београд¹⁵⁾ садржи посебан део под називом "Начин спречавања злоупотреба информација које нису доступне свим учесницима на берзи (insider правила)", којим је прописано да свако лице које је у поседу поверљивих пословних података који још нису доступни јавности, а по свом карактеру су такви да могу утицати на цену хартија од вредности пласираних на берзи, не сме користити ове информације за остваривање имовинске или неке друге користи, за себе или за друго лице.

Управни одбор берзе надлежан је за праћење поштовања "insider" правила, као и за предузимање мера за његово спровођење. Члан берзе који прекрши прописану забрану злоупотребе поверљивих информација, одлуком Управног одбора берзе може изгубити својство члана, односно учесника на берзи, која се јавно об-

11. Нека се превара увек кажњава (Neratius-D.44,4,11,1).

12. Види: Васиљевић М., Привредна друштва, Београд, 1999., с.496

13. Службени лист СРЈ бр. 90/94

14. Члан 42. Југословенског Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима

15. Службени лист СРЈ бр. 59/95

јављује. Управни одбор даље може предложити Савезној комисији за хартије од вредности да покрене поступак према брокеру који је прекршио "insider" правило.

Лице које дође у посед пословних података берзе који нису доступни свим њеним учесницима и трговином на берзи за себе или другога оствари противправну имовинску корист, или те податке саопшти трећем лицу, казниће се за кривично дело казном затвора од три месеца до пет година, а за прекршај ће бити новчано кажњен члан берзе, као и одговорно лице уколико злоупотребава информације које нису доступне свим учесницима берзе.¹⁶⁾

Поред Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима, и Закон о предузећима представља релевантан правни извор за ову проблематику, у домену који се односи на поступак стицања значајног или већинског учешћа капитала у акционарским друштвима са јавним уписом акција.¹⁷⁾

Мишљења смо да друштвени значај проблематике спречавања злоупотребе поверљивих информација, било да је реч о примарној или секундарној категорији субјеката, у југословенском окружењу данас налаже детаљнију директну законску регулативу, па ваља очекивати да ће ово питање наћи место у прописима о промету хартија од вредности и финансијским тржиштима, чије се доношење очекује у наредном периоду.

16. Члан 97. и Члан 103. Закона о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима

17. Члан 411. Закона о предузећима; Види код: Васиљевић М., Коментар Закона о предузећима, Београд, 1996., с.369