

**Проф. др Мирко Васиљевић,
Правни факултет, Универзитет у Београду**

Insider trading (dealing) – повлашћене информације

Извори права. – Регулатива института повлашћених информација,¹⁾ кад је реч о законском нивоу, пати од некомплетности. По правилу компанијски закони садрже само неко начелно правило у вези ове установе, а ближу разраду увек поверавају аутономним правилима берзе. Најпотпунију регулативу ове установе има англосаксонско право, будући да оно има и највише искуства у пословању са хартијама од вредности. Наше законодавство за сада има само једну одредбу о инсајдер правилима, упућујући да се статутом берзе предвиди начин спречавања злоупотребе информација које нису доступне свим учесницима на берзи. Комплетну регулативу ове установе има комунитарно право ЕУ (посебна Директива и посебна Конвенција).²⁾

1. Види: *Gower*, Principles of Modern Company Law, London, 1992, стр. 607-642; *Wegen-Assmann*, Insider Trading, London, 1994, *Ebeling-Gomard*, Corporations and Partnership in Denmark, Copenhagen, 1993, стр. 124-126; *Boyle & Birds*, Company Law, London 1995, стр. 476-481; *Farrar*, Company Law, London i Edinburg 1988, стр. 364-378; *Sealy*, Cases and Materials in Company Law, London, 1992, стр. 539-540.
2. Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима ("Службени лист СРЈ" 90/94), чл. 20. ст. 1. т. 13; Енглеска: The Company Securities (Insider Dealing) Act 1985; Company Act 1985, sec. 68-73; Financial Services Act 1986; Criminal Justice Act 1993; Stock Exchange's Model Code for Securities Transactions by Directors of Listed Companies (Поглавље 2. of the Yellow Book) – *Gower*, нав. дело, стр. 608; за права осталих западноевропских земаља види: *Wegen-Assmann*, нав. дело; за данско право види и: *Ebeling-Gomard*, нав. дело, стр. 124-126; за ЕУ: Директива о Insider dealing-у 89/592 (ОЈ 1989, Но I 334/30) и Европска конвенција о Insider Trading (Council of Europe, European Treaty Series, No. 130).

Појам повлашћене информације. – Да би се једна информација сматрала повлашћеном мора да испуњава кумулативно три услова:

1) повлашћена информација је информација о тачно одређеним чињеницама у вези једне или више компанија, односно у вези њихових хартија од вредности које се јавно нуде на тржишту,³⁾

2) повлашћена информација је информација која није позната јавности (необјављена информација),

3) повлашћена информација је информација која би, да је позната јавности, имала значајан утицај на цену тих хартија.⁴⁾

Термини "Insider Dealing" и "Insider Trading" управо и значе недозвољено коришћење такве поверљиве информације ("price sensitive information") од стране "insider"-а у трговини са хартијама од вредности. Није довољно, дакле, да ове информације буду опште природе (које се директно или индиректно односе на емитента), већ је потребно да буду посебне природе (разликовање је фактичко питање и ствар је суда). Тако се посебном информацијом сматрају на пример информације о исплати дивиденди, реорганизацији компаније, намераваним фузијама или преузимањима контроле и слично.

Insider. - Као insider-и (лица која располажу повлашћеним информацијама) се најчешће сматрају чланови управе и менаџери друштва и повезаних друштава, као и надзорног одбора друштва и повезаних друштава и други органи емитента хартија од вредности и повезаних друштава (*примарни insider-у* – за њих се претпоставља да располажу са повлашћеним информацијама). Поред ових лица, постоје и друга лица која се могу сматрати да су у поседу повлашћених информација ако су били у позицији за коју се разумно може веровати да даје приступа повлашћеним информацијама које се тичу компанијиних хартија од вредности (*секундарни insider-у*).⁵⁾ Овим лицима сматрају се други службеници компаније, као и сви запослени у њој. Осим лица из друштва, овим лицима сматрају се и одређена лица изван друштва, која по природи своје професије долазе у контакт са емитентом и имају информације о њему: ревизори, адвокати, брокери, вештаци, актуари, рачуновође, порески саветници, инвестициони саветници, процењивачи, судије, запослени у друштву за пословање хартијама од вредности. Лицем које располаже повлашћеном информацијом сматра се и свако лице коме лице које располаже овом информацијом повери ту информацију, директно или индиректно (а које зна или мора знати због повезаности с тим лицем да је у питању повлашћена информација, те је разумно очекивати да се та информација не сме објавити, осим у случају правилног вршења дужности) – *ишв.* "tippees", као и свако лице које је укључено у

3. Директива ЕУ о Insider dealing-у (чл. 1.) је зна?ајно проширила појам хартија од вредности за ове потребе, те је обухватила и тзв. изведене хартије од вредности (финансијски деривати).

4. Види: *Gower*, нав. дело, стр. 631-632; *Boyle & Birds*, нав. дело, стр. 479; *Farrar*, нав. дело, стр. 368-370; *Charlesworth & Morse*, Company Law 1978, стр. 459-460.

5. Види: *Gower*, нав. дело, стр. 627.

поступак преузимања капитал учешћа, укључујући и лица из надзорних државних тела (антимонополске комисије, комисије за хартије од вредности, јавни службеници у другим државним органима на централном и локалном нивоу). Најзад, овим лицима сматрају се и сами акционари, као и сва друга лица која у обављању своје радне обавезе или функције сазнају за повлашћену информацију.

Лице које располаже поверљивом информацијом је редовно физичко лице. Ипак, и одређена правна лица се могу сматрати поседником поверљивих информација (посебно друштва за управљање и пословање хартијама од вредности, депозитари хартија). У овом случају прописане забране злоупотребе поседовања ових информација се односе на физичка лица која су овлашћена да учествују у одлучивању о управљању и располагању тим хартијама од вредности).⁶⁾ Одређена лица се не могу сматрати лицима која располажу повлашћеним информацијама: ликвидатори, стечајни управници, повереници у стечају, market makers (лица која делују разумно на стабилизацији курса хартија од вредности) и др.⁷⁾

Забране и дужности. – Лице које поседује повлашћене информације, због потребе обезбеђења принципа једнаког приступа информацијама на тржишту хартија од вредности, не може искористити предност поседовања таквих информација, ради стицања имовинских користи или других погодности за себе и трећа лица. Ако је правно лице поседник такве информације онда се ова забрана односи на његова физичка лица која су овлашћена да управљају и располажу са хартијама од вредности за рачун правног лица у питању.⁸⁾ Поред ове генералне одреднице о дужностима лица која поседују повлашћене информације, упоредно право конкретизује и три посебне забране. Прво, ово лице не може трговати на берзанском тржишту са хартијама од вредности на коју се та информација односи (*забрана њир-џовине*). Друго, ово лице не сме подстицати друга лица (нити давати савете на основу повлашћених информација којима располаже) да тргују са таквим хартијама знајући или морајући да зна да ће то лице учинити (*забрана подстицања на њир-џовину*). Треће, ово лице не може открити такву поверљиву информацију другом лицу, осим у следству извршења своје функције или радног места и професије (*забрана ошкривања информације*).⁹⁾

Кад се ради о друштвима за пословање са хартијама од вредности, онда запослени у овим друштвима не смеју јавно износити повлашћене информације у вези хартија од вредности и њихових емитената за које су сазнали за време трајања радног односа. Такође, друштва за пословање хартијама од вредности која сазнају за повлашћене информације у вези са одређеним хартијама од вредности не смеју ку-

6. Gower, нав. дело, стр. 626-630; Boyle & Birds, нав. дело, стр. 480; Farrar, нав. дело, стр. 367-373; Charlesworth & Morse, нав. дело, стр. 458-460; Директива ЕУ о Инсидер деалинг-у 89/592, чл. 2.

7. Farrar, нав. дело, стр. 373-374; Gower, нав. дело, стр. 635-636.

8. Директива ЕУ о Инсидер деалинг-у 89/592, чл. 2. т. 1-3.

9. Gower, нав. дело, стр. 632-634; Boyle & Birds, нав. дело, стр. 481; Farrar, нав. дело, стр. 369-371; Charlesworth & Morse, нав. дело, стр. 456-457; Wegen-Assmann, нав. дело, стр. 34; Директива ЕУ о Insider dealing-у 89/592, чл. 3.

повати и продавати те хартије од вредности за сопствени рачун, нити давати инвестиционе савете о тим хартијама. Лице коме је неко лице које располаже повлашћеном информацијом саопштило ту информацију не сме је саопштити трећем лицу, ако је свесно природе те информације.

Изузеци и посебна правила. – Лица која располажу повлашћеним информацијама у вези одређених хартија од вредности и одређеног емитента нису искључена од сваке активности са хартијама, под условом да делују не у циљу стицања профита на основу поседовања ових информација, односно да не делују у циљу избегавања губитка. Ради транспарентности ових послова правило је да су ова лица дужна да сваки посао којим су стекли или отуђили те хартије од вредности тог емитента пријаве у писаној форми емитенту, комисији за хартије од вредности и берзи на којој се хартије котирају и то у прописаном кратком року након те трансакције. Ова дужност пријављивања обавезује и лица која располажу повлашћеним информацијама у погледу располагања хартијама од вредности правног лица које је повезано са емитентом. Овом циљу служи и установа обавештавања компаније и комисије за хартије о стеченом капитал учешћу (директно или преко посредника, самостално или са другим лицима са којима се делује заједно) и то у прописаном кратком року. Најзад, овом циљу служи и установа права друштва да утврди своје стварне акционаре (који се крију иза именованих акционара). Акционарско друштво може тражити о томе писмено изјашњење сваког лица, односно може од депозитара захтевати евиденцију својих стварних акционара (за које депозитар води депо рачуне). Ово право припада и мањинским акционарима друштва са капиталом одређеним националним законима, по чијем захтеву за утврђивање стварних акционара је друштво дужно да поступи.¹⁰⁾

Одговорност. – За одговорност лица која располажу повлашћеним информацијама није довољно само постојање објективног елемента (поседовање такве информације), већ је потребан и субјективан елемент (жеља да се поседовање таквих информација злоупотреби у циљу остварења материјалне користи за себе или другог). Злоупотреба поверљивих информација је супротна захтевима лојалности ("fidelity"), доброг обављања службе ("efficiency") и правичности ("equity"). Одговорност може бити грађанска (накнада доказане штете сваком инвеститору у хартије од вредности са којима су insider-и што важи и за tippees, трговали злоупотребљавајући поверљиве информације) и кривична.¹¹⁾

10. Gower, нав. дело, стр. 609-624.

11. Више: Gower, нав. дело, стр. 637-642; Charlesworth & Morse, нав. дело, стр. 455-462; Boyle & Birds, нав. дело, стр. 480-481; Farrar, нав. дело, стр. 374-378; Wegen-Assmann, нав. дело, стр. 27-31, 69-73, 129-133, 142-143, 153-158, 184-187. Кривичну одговорност предвиђа и наш: Закон о берзама..., чл. 97.