

Јелена ЛЕПЕТИЋ

сарадник у настави Правног факултета Универзитета у Београду

О ПОЈМУ *INSIDER*-А У ПРАВУ СЈЕДИЊЕНИХ АМЕРИЧКИХ ДРЖАВА

Prodesse sibi unisquisque, dum aliis non nocet, non prohibetur.
(Ulpianus)

Резиме

Решења до којих је дошао Врховни суд Сједињених Америчких Држава (САД), стварајући различите теорије о одговорности *insider*-а, утицала су у великој мери на права земаља широм света. У последње време чак ни САД не прихватају чисто фидуцијарни приступ заштити на пољу *insider trading*-а. Управо су одлуке поменутог Суда и данас инспирација за нове идеје и конкретне предлоге за измену законских решења. Аутор је указао на актуелне проблеме дефинисања појма *insider*-а и повлашћене информације у пракси. Истиакнуто је значај разликовања повољне од неповољне повлашћене информације и различите (не)потребе санкционисања коришћења информација у зависности од врсте. Анализом свих категорија лица која могу бити правно одговорна као *insider*-и аутор долази до закључка ко се заиста може сматрати *insider*-ом у праву САД-а.

Кључне речи: *insider*, *outsider*, повлашћена информација, заштитна инвестициона, фидуцијарна дужност.

I Увод

Важан задатак законодаваца широм света је успостављање и очување поверења инвеститора. Трновит пут до данашњих законских решења, био је различит на америчком и европском континенту.¹

Трговина уз коришћење повлашћених информација (енг. *insider trading*, *insider dealing*, фр. *délit d'initié*, нем. *Insidergeschäfte*) представља трговину хартијама од вредности и другим финансијским инструментима од стране лица које због свог положаја поседује ценовно осетљиве, необјављене информације користећи их за куповину или продају хартија на које се те информације односе.²

Постоје два концепта заштите на пољу трговине уз коришћење привилегованих информација. Један је тржишни, примењен на европском тлу, а други фидуцијарни који је општеприхваћен у праву Сједињених Америчких Држава (у даљем тексту САД).³ Данас готово да нема разлике у резултатима примене та два приступа. У зависности од прихваћеног, различито се може одредити и појам *insider*-а (енг. и нем. *insider*, фр. *initié*). Адекватност овог термина је упитна,⁴ посебно када се узме у обзир његово различито значење с обзиром на прихваћени концепт. Неопходно је дати одговор на питање ко је *insider* ради разумевања које забране се односе на кога, када је у питању злоупотреба повлашћених информација.

Све до берзанског краха 1929. године у САД-у трговина уз коришћење привилегованих информација сматрана је прихватљивом.⁵ Једна од последица велике кризе била је и промена поменутог схватања на северноамеричком тлу, далеко раније него што је то био случај на европском континенту. И данас се могу чути мишљења да је ова појава корисна, а тиме и неподобна за санкционисање.⁶

1 Вид. Mads Adenas, Frank Wooldrige, *European Comparative Company Law*, Cambridge, 2009, стр. 517–519.

2 Вид. *Ibid.*, стр. 517; Klaus J. Hopt, „The European Insider Dealing Directive“, *Common Market Law Review*, Vol. 27, 1990, стр. 51; Carmen Estevan-Quesada, „The Implementation of the European Insider Dealing Directive: A Comparative Analysis of the Insider Concept in Germany and Spain“, *European Business Law Review*, No. 11–12, 1999, стр. 492; Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Београд, 2009, стр. 413.

3 С. Estevan-Quesada, *нав. чланак*, стр. 492.

4 Неки аутори сматрају да је термин неодговарајући. Вид. Stephen M. Bainbridge, „An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?“, *European Company Law*, Vol. 2, 2005, стр. 25.

5 Вид. Steven E. Harbour, „Damages to Uninformed Traders for Insider Trading on Impersonal Exchanges“, *Columbia Law Review*, Vol. 74, No. 2, 1974, стр. 299.

6 Више о томе вид. Sharon Brown-Hruska, Robert S. Zwrub, „Legal clarity and regulatory discretion – exploring the law and economics of insider trading in derivatives markets“, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 2, No. 3, 2007, стр. 251–253.

Логика критичара актуелних забрана је следећа: уколико се омогући трговина уз коришћење привилегованих информација, те информације ће постати јавне, што ће резултирати тиме да тржишна цена хартија од вредности буде реална. На тај начин биће омогућена адекватнија алокација ресурса.⁷ Економски можда оправдана теорија није прихваћена у пракси, с обзиром да је правно санкционисање описаног понашања *insider*-а општеприхваћено. *Insider* се у најширем смислу може одредити као лице које поседује повлашћене информације.⁸

II Повлашћена информација

1. Појам

Разматрање појма *insider*-а је несврсисходно без објашњења појма повлашћене информације. Неодвојивост произлази из чињенице да се *insider* може дефинисати само посредно као лице које поседује повлашћену информацију. Може се с правом рећи да је повлашћена/привилегована/поверљива информација (енг. *inside information*, фр. *information privilégiée*, нем. *Insiderinformation*) централни елемент института трговине уз коришћење исте. Повлашћена информација је информација непозната јавности, која се односи на тачно одређену чињеницу у вези са издаваоцем или хартијама од вредности, услед чијег би објављивања било разумно очекивати битну промену цене односне хартије⁹ (нпр. планирано преузимање, проналазак руде, статусне промене, исплата дивиденди, оставка „успешног“ директора, економско стање, нова улагања, итд.). Дефиниција је општеприхваћена у теорији и у пракси.¹⁰ Америчко право не дефинише појам повлашћене информације. Да би се информација

7 *Ibid.*

8 Вид. Мирко Васиљевић, *Компанијско право*, Београд, 2009, стр. 428.

9 Вид. Eric Engle, „Insider Trading: Incoherent in Theory, Inefficient in Practice“, *Oklahoma City University Law Review*, Vol. 31, 2008, стр. 502; Мирко Васиљевић, „Insider trading (dealing)-повлашћене информације“, *Право и Привреда*, бр. 9–12/2001, стр. 7; Зоран Арсић, „Insider trading“, *Право и Привреда*, бр. 1–2/1996, стр. 43–44; Соња Бунчић, „Појам привилеговане информације у европском и српском праву“, *Право и Привреда*, бр. 9–12/2007, стр. 53–56.

10 Интересантно је да аустралијски Закон о привредним друштвима из 2001. године (*Corporation Act*) не дефинише само повлашћену информацију већ и саму информацију као такву. Законодавац је очигледно препознао потребе праксе, јер постоје ситуације када није једноставно одредити да ли се уопште може говорити о информацији. Закон наводи да информација може бити и претпоставка или намера неког лица. Вид. Одељак 1043 (1)(а) аустралијског Закона, доступно на адреси: [http://www.comlaw.gov.au/comlaw/Legislation/ActCompilation1.nsf/0/06B599E3181C33FCCA2570C20001B061/\\$file/Corps2001Vol4WD02.pdf](http://www.comlaw.gov.au/comlaw/Legislation/ActCompilation1.nsf/0/06B599E3181C33FCCA2570C20001B061/$file/Corps2001Vol4WD02.pdf), 27.2.2010.

сматрала повлашћеном, она мора бити недоступна јавности, односно необјављена. Може се поставити питање да ли је довољно објавити информацију у локалним новинама, или у другој држави, или у новинама довољног тиража на језику који не користи већина становништва државе у којој је седиште компаније, да би се информација могла окарактерисати као лако доступна! Такође информација мора бити одређена, тј. мора се односити на тачно одређену чињеницу у вези са хартијама од вредности или самим издаваоцем. Последњи услов је да информација мора бити и ценовно осетљива, односно таква да разуман човек може очекивати да ће доћи до битне промене курса хартија њеним објављивањем. У америчкој доктрини за означавање информације чије би објављивање утицало на промену цене користи се израз материјална информација (енг. *material information*).¹¹ Информација се сматра повлашћеном само уз кумулативно испуњење сва три наведена услова.

2. Врсте

а) С обзиром на утицај информације на цену, информације могу бити повољне када утичу на раст цене хартија од вредности и неповољне када утичу на њено смањење. Поред оспоравања санкционисања трговине уз коришћење повлашћених информација, у новије време постоје мишљења да је за тржиште неповољна једино злоупотреба повољних (позитивних) информација, а не и неповољних (негативних), јер ове друге доводе до тога да цена хартија прикаже њихову реалну вредност и (не)успешност пословања издаваоца, што би спречило крахове на берзама, а можда и случајеве као што је Енрон.¹²

Полазиште за овакав став може се пронаћи у случају *Dirks v. SEC*. Претходно из разлога што је суд нагласио да се радило о превари која је на тај начин разоткривена, без икакве личне користи лица које је открило повлашћену информацију.¹³ Није ли боље за инвеститоре да лице које поседује повлашћену информацију избегне губитак тако што ће хартије од вредности продати пре пада курса, што опет утиче на смањење цене по закону тржишта? Пад курса хартија је сигнал за инвеститоре да их не купују, а онима који их већ поседују да их продају, чиме се цена додатно обара. Из ове перспективе описана трговина корисна је на дуже стазе. С обзиром на то да је на северноамеричком континенту прихваћена фидуцијарна концепција одговорности *insider*-а, али и да је

11 Вид. S. Harbour, *нав. чланак*, стр. 300.

12 Упор. Kristoffel R. Grechenig, „Positive and Negative Information-Insider Trading Rethought“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (editors), *Insider trading Global Developments and Analysis*, Boca Raton, 2009, стр. 247–249.

13 *Ibid.*

акцент стављен на заштиту инвеститора у виду спречавања преваре као и на теорију „једнаке доступности информацијама“, чини се да има основа за прихватање оваквог става.¹⁴

Трговина хартијама од вредности уз коришћење повлашћених информација може се разматрати и на други начин. Претпоставимо да одређено лице већ неко време поседује хартије од вредности компаније за коју не обавља никакав посао и да због своје тренутно лоше финансијске ситуације одлучи да их прода. Након доношења одлуке, дође до повољне повлашћене информације која се односи на хартије од вредности у његовом поседу. Лице сада мења своју одлуку и ипак их не продаје у реалном очекивању да ће им цена порастати. Лице није располагало хартијама од вредности, тј. није трговало нити открило информацију или подстицало другог на трговину. На овај начин избегло је одговорност, иако је било у поседу повлашћене информације, што га чини *insider*-ом, при том успевши да избегне губитак искористивши информацију. Након неког времена оно може продати своје хартије од вредности по новој, вишој цени.

У америчком Закону о трговини хартијама од вредности посебно је регулисана тзв. брзообртна трговина, тј. стицање брзообртне добити (енг. *short-swing trading*; *short-swing profit*) која се односи на акционаре који поседују више од 10% капитала, директоре и руководиоце (наведена лица су корпоративни *insider*-и).¹⁵ Сву добит коју ова лица стекну располагањем хартијама од вредности и другим финансијским инструментима, у року од 6 месеци од куповине или продаје, дужна су да уступе компанији. Ни на овај начин не решава се проблем у напред описаном хипотетичком случају с обзиром на то да лице не мора да располаже хартијама од вредности у поменутом року или се може радити о лицу на кога се одредба не односи (нпр. акционар који поседује „само“ 9% капитала компаније). Речено важи и за случај када лице одлучи да купи акције компаније а није било акционар исте, па након одлуке дође до неповољне привилеговане информације. Последица је да одустаје од куповине и на тај начин избегава губитак, што је био случај и у претходној ситуацији. Изгледа да је понекад „најисплативије“ држати се законских одредби.¹⁶ Узимајући у обзир претходно, требало би у најмању руку размислити о предлогу за допуштање

14 Теорију „једнаке доступности информацијама“ („*parity of access to information*“) је створио и у једном тренутку прихватио Врховни суд САД-а. Вид. Donna M. Nagy, „Insider Trading and the Gradual Demise of fiduciary Principles“, *Iowa Law Review*, Vol. 94, 2008/2009, стр. 1324.

15 Одељак 166 Закона. Детаљније о брзообртној добити вид. Thomas Lee Hazen, David L. Ratner, *Securities Regulation Cases and Materials*, St. Paul, 2003, стр. 616–652.

16 Упор. Robert W. McGee, „Insider Trading Regulation in Transition Economies“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (editors), *Insider trading Global Developments and Analysis*, Boca Raton, 2009, стр. 74.

трговања уз коришћење неповољних повлашћених информација. Треба имати у виду корист за друштво у смислу избегавања економских криза, губљења поверења инвеститора и њихово повлачење са берзе, наспрам избегавања губитака неких појединаца, тј. њиховог личног профитирања на штету друге стране који би тиме били заслужни за откривања лоших економских стања компанија.

Информација мора потећи од корпоративног инсајдера. Привредним друштвима не иде у прилог откривање по њих неповољних информација. Чини се да оне из тог разлога теже постају доступне јавности, или да бар мора проћи дужи временски период до откривања него што би то био случај са повољним информацијама. Ако је информација повољна управа компаније ће желети да је објави што пре.

б) С обзиром на то од кога потиче (извор информације), информација може потећи од корпоративног *insider*-а, односно из компаније, тј. од лица која раде у њеном интересу, када је у питању унутрашња повлашћена информација. Ако информација потиче од других лица, тј. лица ван компаније, ради се о спољној повлашћеној информацији.

Ова подела има значај код давања одговора на питање када информација престаје да буде повлашћена по својој природи. Колико лица треба да има сазнање о тој информацији да се она не би више сматрала поверљивом? Колико треба да буде дугачак низ тзв. „*tippees*“?¹⁷ Чини се да на ово питање законска регулатива не може дати одговор. Решење треба тражити у сваком случају појединачно, а то је посао суда.

в) У америчком праву позната је подела на тзв. тржишну информацију („*market information*“) и тзв. *insider*-ску информацију („*inside information*“), имајући у виду на шта се односи и од кога потиче. Тако се *insider*-ска информација односи на чињенице које утичу на имовину и зараду друштва и потиче из интерних извора компаније, док се тржишна информација не тиче добара компаније нити њене зараде и потиче из других извора.¹⁸

III Критика

Cui bono? Ко заиста трпи штету од трговине хартијама од вредности уз коришћење неповољне повлашћене информације, од забране откривање исте другима и на крају подстицања трећих лица на трго-

17 Вид. случај *United States v. Chestman* у коме је *Ira Waldbaum*, корпоративни *insider* у својству контролног акционара, открила повлашћену информацију својој сестри *Shirley* која ју је пренела кћерки *Susan*, која је потом открила информацију мужу (*Keith*) који је позвао и пренео информацију свом брокеру, по имену *Chestman*, који је на крају трговао акцијама компаније на коју се информација односила. Вид. Т. Hazen, D. Ratner, *нав. дело*, стр. 690.

18 S. Bainbridge, *нав. чланак*, стр. 25.

вину хартијама. Штету могу претрпети сви, инвеститори, националне економије, а ни ту не мора бити крај негативним ефектима. Проблем је посебно актуелизован услед избијања светске економске кризе. Неозбиљно је рећи да је то једини или најважнији узрок кризе, али сигурно представља један мали део читавог мозаика. Укидањем три напред наведене забране коришћења неповољне повлашћене информације сваки би инвеститор био потенцијални „чувар куће“ (енг. *gatekeepers*). Управа компаније би на тај начин била под још већим притиском.

Аргумент против оваквог приступа могао би бити поштовање принципа поступања у корист привредног друштва. Повлашћена информација потиче од корпоративног *insider*-а, што би значило да трговина, откривање или подстицање у сваком случају представља повреду фидуцијарне дужности, било према компанији или уколико се ради о другим врстама *insider*-а према извору информације. Одговор лежи у прихватању тржишног приступа, односно давања приоритета заштити инвеститора. Иако је начелно у правима на европском континенту под утицајем права Европске уније прихваћен тржишни концепт, описана забрана постоји.

У случају *Dirks v. SEC*, по мишљењу суда Диркс није одговоран иако је био тзв. „*tippee*“ и подстицао друге да продају акције компаније, будући да *insider Secrist* није стекао личну корист. Уколико *insider* није повредио фидуцијарну дужност према компанији, није ни „*tippee*“. Диркс је покушао да објави повлашћену информацију, што му није пошло за руком. Суд је у образложењу своје одлуке навео да је на овај начин спречена даља превара инвеститора, што значи да је у основи прихватио тржишну концепцију одговорности!

Материјална добит у смислу избегавања губитака коју би остварила неколицина лица тргујући уз коришћење неповољне повлашћене информације неупоредива је са могућом користи за све. Биће веома тешко начинити корак у овом смеру, тј. донети нове прописе за решавање овог проблема, узимајући у обзир да су законодавства широм света прихватила забрану описаног понашања без обзира на врсту информације.

IV Insider

1. Појам

Појам *insider*-а у америчком праву значајно је ужи од истог појма у правима европских држава.¹⁹ Имајући у виду да не постоји законска

19 Трговина хартијама од вредности и другим финансијским инструментима уз коришћење повлашћених информација представља кршење одељка 10б Закона о трговини хартијама од вредности из 1934. године (*Securities Exchange Act*) и прави-

дефиниција *insider*-а,²⁰ с правом се може рећи да је најзначајнију улогу у одређењу појма *insider*-а имао Врховни суд САД-а. Суд је развио више теорија о одговорности лица за трговину хартијама од вредности уз коришћење привилегованих информација. Ради се о одговорности *insider*-а, као и других лица тј. *outsider*-а, која се третирају као *insider*-и у смислу подлегања истим санкцијама за исто понашање.

Према фидуцијарном приступу, *insider* је лице које поседује повлашћену информацију на основу свог сталног положаја у привредном друштву због чега има фидуцијарну дужност према компанији. Да би *insider* био одговоран потребно је да исту искористи ради стицања добити или избегавања губитка и на тај начин повреди фидуцијарну дужност. Из претходног се може закључити да лицу које поседује повлашћену информацију није забрањено да тргује хартијама од вредности. Да би дошло до одговорности потребно је не само располагање хартијама већ и незаконито коришћење повлашћене информације од стране *insider*-а или *outsider*-а због поседовања повлашћене информације, тј. стицање добити или избегавање губитка.²¹

2. Врсте

Лица која могу бити одговорна због трговине хартијама уз коришћење повлашћених информација у праву САД-а сврстана су у четири категорије: корпоративни *insider*-и, изведени *insider*-и, незаконити присвојоци повлашћене информације (у које не спадају лица која су до информације дошла извршењем кривичног дела), као и лица којима су *insider*-и открили информацију (тзв. технички фидуцијари).²² Само корпоративни *insider*-и су *insider*-и у ужем смислу, док су сва остала лица *outsider*-и који могу бити грађанскправно, управноправно и кривичноправно одговорни због злоупотребе повлашћених информација.

а) *Insider*-и у ужем смислу су лица која имају фидуцијарну дужност према компанији, односно према акционарима компаније према старијем схватању. Ради се о лицима која на основу свог положаја,

ла 106–5 који је усвојила Комисија за хартије од вредности и берзе (*Securities and Exchange Commission – SEC*). Вид. Joan MacLeod Heminway, „Martha Stewart: Insider Trader?“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (editors), *Insider Trading Global Developments and Analysis*, Boca Raton, 2009, стр. 50.

20 Вид. E. Engle, *нав. чланак*, стр. 507.

21 Уколико постоји писмени план који се односи на трговање хартијама сачињен пре сазнања привилеговане информације *insider* неће бити одговоран за трговину уз коришћење повлашћених информација иако је поседовао исту по правилу 1065–1. *Ibid.*, стр. 1353–1357.

22 Вид. Frank B. Cross, Robert A. Prentice, *Law and Corporate Finance*, Cheltenham-Northampton, 2007, стр. 142–143.

односно сталног односа са компанијом могу доћи до повлашћених информација. То су корпоративни *insider*-и, тј. директори, руководиоци компаније (енг. *officers*), запослени, акционари који имају веће капитал учешће.

б) Изведени (конструктивни) *insider*-и²³ су преузимаца емисије, рачуновођа, ревизор, правник, консултант и друга лица која ангажује компанија, због чега имају фидуцијарну дужност према компанији и тиме приступ информацијама само ради користи компаније.²⁴ Обавезе да се уздрже од трговине хартијама на које се информација односи или да открију информацију јавности произлазе из односа поверења и њихове обавезе да раде у интересу свог принципала. Разлика између *insider*-а у ужем смислу и изведених *insider*-а је у другачијем карактеру њихових односа са компанијом. Изведени *insider*-и имају привремен однос са компанијом, тј. ангажовани су ради конкретног посла због чега по правилу имају увид само у податке који се односе на тај посао.

в) Незаконити присвојиоци (енг. *misappropriators*) су лица која користе повлашћену информацију и тиме врше повреду фидуцијарне дужности, тј. нарушавају однос поверења, према лицу које им је поверило информацију, при чему она сама немају никакве везе са компанијом.²⁵ Незаконити присвојиоца је нпр. штампар (запослени у штампарији) који је штампајући документа открио информацију о преузимању компаније са којом није био ни у каквој вези. Штампар је био у односу поверења са својим послодавцем за кога радећи је дошао до повлашћене информације.²⁶ Исти важи за конобарицу, таксисту или стјуардесу који

23 Енг. *constructive insider*. Вид. S. Bainbridge, *нав. чланак*, стр. 25.

24 Вид. Marc I. Steinberg, *Understanding Securities Law*, New York, 2001, стр. 302.

25 Вид. F. Cross, R. Prentice, *нав. дело*, стр. 143.

26 Случај *Chiarella v. United States*. *Chiarella* није проглашен одговорним, јер теорија по којој лице има фидуцијарну дужност према извору информације није представљена пороти. Вид. T. Hazen, D. Ratner, *нав. дело*, стр. 672–679. Приликом одлучивања поводом случаја Кјарела створен је основ за прихватање теорије проневере, тј. незаконитог присвајања (енг. *misappropriation theory*) која је коначно прихваћена у случају *United States v. O'Hagen* и тако заменила до тада прихваћену класичну теорију. По класичној теорији *insider* је одговоран због постојања фидуцијарног односа између њега и компаније, односно акционара, чијим акцијама тргује. Недостатак нове теорије је да се одговорност може избећи уколико лице које је дошло до информације открије своју намеру да тргује лицу које му је омогућило да сазна информацију. Друга мана је што лица која су дошла до информације кривичним делом не би била одговорна услед непостојања односа поверења између тог лица (нпр. хакер у случају *SEC v. Dorozhko*) и извора. Да би се то избегло потребно је усвојити варијанту теорије проневере по којој трговина уз коришћење повлашћене информације представља превару инвеститора (енг. *fraud on investors*). Конгрес је усвојио овај приступ у одељку 20А, давши право на подизање приватне тужбе инвеститорима који су трговали истовремено када и *insider*. У августу 2000. год. усвојено је правило 10б5–2 којим је решена дотадашња дилема да ли је однос мужа

би чули разговор између лица које услужују и на тај начин дошли до привилеговане информације.²⁷ Ниједно од наведених лица не сматра се правим *insider*-ом у америчком праву. Након усвајања алтернативне верзије теорије проневере (незаконитог присвајања) с акцентом на превару инвеститора, фидуцијарна концепција трговине хартијама уз коришћење повлашћених информација значајно се приближила тржишној концепцији.

г) Лице коме је *insider* поверио повлашћену информацију није *insider*, већ тзв. технички фидуцијар (енг. „*tippee*“).²⁸ Одговорност тих лица произлази из повреде фидуцијарне дужности од стране *insider*-а који му је повлашћену информацију открио. У овом случају је важан субјективни елемент, односно неопходно је да је „*tippee*“ знао или морао знати да је информација поверљива.²⁹ Да ли је *insider* повредио фидуцијарну дужност види се из чињенице да ли је имао личну корист, директно или индиректно. Корист не мора бити новчана већ и у виду стицања добре репутације, а тиме и веће будуће зараде.³⁰ Уколико нема личне користи нема ни одговорности.³¹

и жене однос поверења. Правилем су регулисане три различите ситуације у којима постоји такав однос: када лице које је дошло до информације пристане да исту сачува у поверењу, када лице укључено у разговор има прошлост, модел или праксу дељења поверења због чега се очекује поверљивост, као и у случају када лице прими информацију од члана породице, осим уколико може да докаже да није знало нити морало знати да је особа која му је поверила информацију очекивала да је оно сачува као поверљиву. Вид. D. Nagy, *нав. чланак*, стр. 1335, 1340–1344, 1359–1360.

27 Случај *United States v. O'Hagen*. Џејмс О'Хаген је био партнер у адвокатској канцеларији *Dorsey* и *Whitney* у Минеаполису. У јулу 1988. год. компанија *Grand Metropolitan PLC* (у даљем тексту ГМ) са седиштем у Лондону ангажовала је канцеларију Дорси и Витни као локалног консултанта да би је заступала због планиране понуде за преузимање Пилсбури компаније (*Pillsbury Company*). О'Хаген није радио на том послу. Дорси и Витни су престали да заступају ГМ у септембру 1988., после чега је у октобру ГМ званично објавио понуду за преузимање. О'Хаген је у августу почео да закључује куповне опцијске уговоре. До септембра је имао 2.500 „куповних опција“ и 5.000 обичних акција Пилсбури компаније које је купио по цени нижој од 39\$. Када је после објављивања понуде за преузимање цена акција скочила на 60\$, продао је „куповне опције“ и обичне акције и тиме зарадио више од 4.300.000\$. О'Хаген је био одговоран за кршење одељка 106 и правила 106–5 јер је „проневерио“ повлашћену информацију нарушивши однос поверења са извором информације. Вид. T. Hazen, D. Ratner, *нав. дело*, стр. 679–683; вид. и мишљење Врховног суда САД-а, доступно на адреси: <http://www.law.cornell.edu/supct/html/96-842.ZO.html>, 27.2.2010.

28 Енг. *technical fiduciaries*. Вид. William F. Highberger, „Common Law Corporate Recovery for Trading on Non-Public Information“, *Columbia Law Review*, Vol. 74, No. 2, 1974, стр. 284.

29 Вид. T. Hazen, D. Ratner, *нав. дело*, стр. 674, фн. 12.

30 *Ibid.*, стр. 686.

31 Случај *Dirks v. SEC*. Вид. *ibid.*, стр. 683–690.

IV Закључак

Број лица која су у поседу повлашћене информације може се неограничено повећавати. Питање је до када је информација нејавна уколико постоји више од једног, два или десет лица којима је прослеђена („*tippees*“). Није ли информација у међувремену постала јавна? У америчком праву одговор на ово питање не налази се у броју лица или неком другом објективно мерљивом критеријуму, већ у постојању фидуцијарне дужности лица према компанији и односу поверења између лица које је дошло до повлашћене информације и лица које му је открило исту (извор). Решење ваља тражити у сваком случају појединачно, а то је посао суда.

Некада није једноставно препознати ни саму повлашћену информацију као такву. Потребно је правити разлику између повољне и неповољне повлашћене информације. Само повољна повлашћена информација је такве природе да треба забранити њено коришћење у циљу стицања личне добити. Коришћење неповољне повлашћене информације има значајније позитивне него негативне ефекте. Избегавање губитака лица која тргују хартијама од вредности је мала цена за општедруштвену корист која из тога произлази, као што је откривање преваре инвеститора. Случај *Dirks v. SEC* је то показао и дао повод за осмишљавање нових идеја за побољшање постојеће законске регулативе.

У праву САД-а појам *insider*-а је врло узак. Потребно је правити разлику између *insider*-а у ужем смислу (прави *insider*-и) и свих других лица, тј. *outsider*-а, у америчком праву. *Outsider*-и нису *insider*-и, већ лица која поседују повлашћену информацију и могу одговарати исто као *insider*-и у одређеним случајевима. Важно је нагласити да америчко право више не прихвата фидуцијарни приступ одговорности у чистом облику. Током времена концепт се толико развио да данас има примесе чисто тржишног приступа. Врховни суд је врло опрезан, увек покушава да пронађе решење у постојању и повреди фидуцијарне дужности, али се не либи да јасно каже да је од изузетне важности заштита инвеститора од преваре, што је суштина тржишног приступа.

Jelena LEPETIĆ

Teaching Assistant at the University of Belgrade Faculty of Law

ABOUT THE CONCEPT OF INSIDER IN THE LAW OF THE UNITED STATES OF AMERICA

Summary

Solutions reached by the Supreme Court of the United States of America (USA), creating various theories of insider liability, affected the legislation of countries world-wide to a large extent. Lately, even USA does not accept pure fiduciary protection approach in the field of insider trading. Decisions of the said Court are even today an inspiration for new ideas and specific proposals for amendments to legal solutions. The author points out current problems in defining the concept of insider and inside information in practice. The importance of distinguishing positive from negative inside information and existing or non-existing needs to sanction using information depending on the type, is emphasized. Analyzing all categories of persons who may be subject to legal liability as insiders, the author comes to the conclusion who may really be considered as insider in the law of USA.

Key words: *insider, outsider, inside information, investor protection, fiduciary duty.*