

др Мијаи ЈОЦОВИЋ  
Економски факултет Подгорица, Универзитет Црне Горе

## НОВИ ТРЕНДОВИ У РАЗВОЈУ ИНСТИТУТА ИНСАЈДЕРСКЕ ТРГОВИНЕ

### Резиме

Предмет овог чланка представља анализа нових тенденција у трговини инсајдерске трговине. Унутар елементарних бића дјела инсајдерске трговине у последним годинама дешавају се значајне промјене. Оне су посебно изражене у односу на статус инсајдера, појам повлашћене информације, као и у односу на учесницима вршења неких од забрањених радњи. У првом дијелу рада аутор је указао на узроке пораста инсајдерске трговине на глобалном плану. Аутор наглашава чињеницу да је међународни карактер правних послова на тржиштима вриједносних папира створио нову димензију у борби против инсајдерске трговине – потребу међународне сарадње. Због учесницима инсајдерске трговине, начина на који одређени инсајдери остварују профит, броја лица која учествују у неким случајевима и висине остварене зараде, са правом се може говорити о стварању посебне професије – инсајдерске трговине. У раду се посебно истражило да је у последној деценији инсајдерска трговина јасно идентификована као стварна пријетња за развој финансијског тржишта. У закључку рада аутор истражио да је поред успоравања са правом ЕУ, у овој овој области потребно истражити и савремене трендове како би се остварио заједнички циљ већине земаља у свијету – смањење учесницима случајева злоупотреба повлашћених информација.

**Кључне речи:** инсајдерска трговина, инсајдер, повлашћена информација.

## I Уводне напомене

У последњих неколико година на глобалном нивоу долази до промјена у приступу проблему инсајдерске трговине. Практика на тржишту капитала у европским земљама је показала да регулаторна реформа не даје ефикасне резултате, док је Комисија за вриједносне папире САД (у даљем тексту *SEC*) схватила да без сарадње са осталим земљама не може да оствари ефикаснију примјену права на унутрашњем нивоу. На промјену у приступу инсајдерској трговини и на нове реформе, које ће без сумње наступити у будућем периоду, утичу двије групе чинилаца: 1) интернационализација тржишта вриједносних папира и 2) промјене унутар института инсајдерске трговине.

У правним пословима на тржишту вриједносних папира у протекле три деценије доминира међународни карактер. Убрзан развој тржишта капитала у протеклим деценијама, могућност аутоматског извршења међународних трансакција електронским путем и јасно изражен тренд стицања власништва страних субјеката у домаћим компанијама, утицали су на интернационализацију трговине вриједносним папирима.<sup>1</sup> Поред позитивних импулса за развој националних економија (пораст ликвидности тржишта, повећани избори у приступу капитала улагачима и сл.), интернационализација тржишта је олакшала остваривање бројних злоупотреба, међу којима значајно мјесто заузима шанса за стварање брзог профита на основу злоупотребе повлашћених информација.<sup>2</sup> Данас у трансакцијама којима се злоупотребљавају повлашћене информације ради стицања брзог профита учествују држављани различитих земаља, који имају пребивалишта на различитим крајевима свијета, користе услуге банака и осталих финансијских посредника регистрованих у трећим земљама, тако да се јавља безброј правних проблема за тужиоце који се покушавају ријешити.<sup>3</sup> Оваква ситуација је обавезала регулаторе

1 На примјер, у САД број трансакција домаћих инвеститора у вриједносне папире међународних компанија је до 1988. године повећан за 10 пута у односу на 1980. годину. Овај податак је изнијет приликом саслушања председника *SEC*, *David S. Ruttera*, пред Сенатом САД.

2 „Због интернационализације свјетског тржишта капитала током осамдесетих година, инсајдерска трговина је постала међународни проблем који се рефлектује у повећању интензитета сарадње између земаља у решавању спорова.“ *Ben Pettet, Company Law*, 2nd edition, Longman law series, London, 2005, стр. 329.

3 Примјер за ситуацију када у једној инсајдерској трансакцији учествују држављани различитих земаља са пребивалиштем у трећој земљи може бити случај *SEC v. Kerherve*. Случај се односи на трговину вриједносним папирима америчке компаније *Texas Internationall Company*, чије акције су на листингу берзе у Њујорку. Злоупотребу су извршили држављани Француске и Египта, који су имали пребивалиште у Египту преко посредника у САД. До информације су дошли обављајући консултантске послове у послу тестирања египатског уља, за који је била заинтересована

тржишта вриједносних папира да се ухвате у борбу са новим аспектима инсајдерске трговине – међународном димензијом.

Паралелно са промјенама на тржишту, у протеклим деценијама дешавале су се промјене унутар самог института инсајдерске трговине. Од првих спорова, почетком седамдесетих година, до нових злоупотреба повлашћених информација, дошло је до праве еволуције унутар овог института. Прво, због благог система санкционисања или потпуне непримјене овог института, неки професионални улагачи су повјеровали да су моћнији од регулатора и да ће увијек избјећи санкције, па је постала учесталија злоупотреба повлашћених информација. Друго, начини трговине су се временом усавршавали и смањивали могућност идентификације сумњивих случајева. Треће, злоупотребе повлашћених информација су временом укључивале остваривање већих профита, па су постале стварна опасност за поузданост тржишта, али и за развој националних економија.<sup>4</sup> Четврто, инсајдерска трговина је временом постала посебна професионална дјелатност за бројне улагаче.<sup>5</sup> Логика појединих улагача је једноставна. Умјесто да се баве сложеним анализама функционисања тржишта и пословања компанија, знатно ефикасније и лакше дјелује повезивање лица која су спремна да доставе повлашћене информације у замјену за одговарајући проценат у профиту.

Промјена статуса инсајдера је једна од најважнијих и због последица које изазива најопаснија промјена унутар института инсајдерске трговине. Класичне инсајдере, директоре и остала запослена лица у компанијама, замјењују професионални улагачи, чија је главна дјелатност зарада на основу повлашћених информација. За разлику од директора компанија из седамдесетих година прошлог вијека, који наивно користе повлашћену информацију без детаљнијег плана о избегавању примјене

компанија *TIC*. Уз помоћ египатских органа, *SEC* је издејствовала доношење одлуке о замрзавању стеченог профита, док је у судском поступку оптуженима изречена санкција повраћаја профита и надокнаде судских трошкова. Видјети: *SEC v. Kervhve*, No. 88 Civ 0227 (SDNY 1988).

4 Довољно је упоредити профит од 3.000 долара у спору *SEC v. Cady Roberts Co.* са профитом од 500 милиона долара, колико је остварио Иван Боевски злоупотребљавајући повлашћене информације.

5 Спор *SEC v. Guttenberg* може умјесто теоријског објашњења дати одговоре на питање који су то нови трендови у случајевима инсајдерске трговине. У поступку који је иницирала *SEC*, у овај случај било је умијешано 14 лица које је повезивала заједничка намјера – стицање профита злоупотребом инсајдерских информација. У периоду између 2001–2006, извршни директор инвестиционе компаније *UBS, Mitchel Guttenberg*, обезбјеђивао је трговцима са *Vol Cypriiia* инсајдерске информације о предстојећим инвестиционим препорукама које су вршене различитим клијентима у замјену за проценат оствареног профита од трговине на основу достављених информација. Видјети: *SEC v Guttenberg*, Case No. 1:07-cv-01774-PKC.

закона или адекватне правне одбране, ове категорије су знатно опрезније и обученије за радње инсајдерске трговине, тако да њихово понашање широм свијета добија карактер организованог криминала.<sup>6</sup>

## II Узроци пораста случајева инсајдерске трговине на глобалном плану

Пораст интересовања јавности у последњих двадесет година за проучавање инсајдерске трговине потиче из неколико чињеница:

1. пораст процеса преузимања компанија у осамдесетим и деведесетим годинама;
2. процес приватизације у транзиционим земљама довео је до непотпуне и нејасне законске регулативе, па је коришћење информација постало нормална појава, а не озбиљан прекршај или кривично дјело које се санкционише;
3. притисак САД на остале земље свијета је значајно допринео јачању инсајдерског законодавства;
4. финансијски скандали и притисак медија;
5. спектакуларни судски поступци у појединим случајевима инсајдерске трговине;
6. укљученост особа из јавног живота у случајеве инсајдерске трговине;
7. развој информационих и комуникационих технологија;
8. глобализација свјетског тржишта; и
9. процес приступања транзиционих земаља ЕУ.

Професор *John Coffee (Columbia Law School)* је на саслушању пред комитетом Сената САД, изнио интересантно становиште да учесталост инсајдерске трговине не мора да буде повезана искључиво са процесом преузимања. Такође, истраживања спроведена у Америци током 2006. године су показала раст случајева инсајдерске трговине и пад укупног броја спајања и преузимања компанија. Међу разлозима који у савременим условима доприносе расту инсајдерске трговине он наводи:

6 „Недозвољене шеме инсајдера укључују остварење вишемилионских профита међусобно повезаних лица чије су професије све више различите, за разлику од класичних случајева инсајдерске трговине. У том смислу се може говорити и о еволуцији инсајдера од директора, као класичних инсајдера у првим случајевима, до адвоката, банкара, таксиста, домаћица или тренера фудбалских клубова који се данас налазе у улози оптужених инсајдера.“ Видјети: R. C. H. Alexander, *Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation*, Ashgate Publishing, Ltd., Cornwall, 2007, стр. 38.

1) ширење активности хец фондова; 2) пораст пријатељских *buy-outs*-а; и 3) пораст трговине вриједносним папирима на глобалном нивоу.<sup>7</sup>

### III Заинтересованост јавности – шанса за почетак санкционисања и повећање ефикасности примјене института

Од првих случајева злоупотреба повлашћених информација на тржишту вриједносних папира овај институт привлачи велику пажњу цјелокупне јавности. Овакав однос јавности не треба да изненађује. Могућност да мала група људи унутар друштвене заједнице, без улагања труда, користећи позицију у којој се налази, оствари профит, добар је материјал за покретање шире дискусије на тему друштвене прихватљивости таквог понашања. Непостојање консензуса само је подстакло теоријске анализе, па су се у различитим областима јављали аргументи за одбрану једног или другог става. Прије свега, дебата се водила у правној и економској јавности. Погрешно је схватање да се економска теорија, како се у почетку сматрало, определијелила за дерегулисање и несанкционисање инсајдерске трговине, док је правна струка, због неразумијевања економске логике, упорно инсистирала на санкционисању. Изгледа да једино новинари никада благонаклоно нијесу гледали на овај институт, јер се у медијима од почетка о инсајдерској трговини стварала слика да је то дјелатност која је супротна етици.

Бројни су примјери лица којима је инсајдерска трговина омогућила почетни капитал и углед у друштву. Прије више од двеста година, породица Рокшилд је обезбиједила почетно богатство користећи, унапријед од гласника стечену информацију о побједи у Велингтонској бици над Наполеоном на Ватерлоу. Ова информација је подстакла господина Рокшилда да купи вриједносне папире које је издала Влада Велике Британије. Када су вијести о побједи јавно објављене, цијена хартија је драстично порасла, што је Најтану Рокшилду омогућило да продајом раније купљених вриједносних папира стекне огромно богатство.<sup>8</sup> Оснивач династије Кенеди, која је током прошлог вијека била једна од најутицајнијих породица у политичким и економским сферама САД, почетну моћ у друштву стекао је злоупотребама инсајдерских информација у једном случају из 1920. године, када инсајдерска трговина није била законски регулисана

7 Видјети: United States Senate Committee on the Judiciary, *Testimony of professor John Coffee*, септембар, 2006. године. Документ је доступан на интернет адреси: <http://judiciary.senate.gov>.

8 Gregory Lyon, J. J. Du Plessis, *The Law of Insider Trading in Australia*, Federation Press, Sydney, 2005, стр. 5.

у праву САД.<sup>9</sup> Наведени примјери на најбољи могући начин показују да посједовање и употреба повлашћених информација као крајњи резултат имају повећање економске моћи инсајдера.<sup>10</sup> Статус инсајдера обично имају лица која уживају значајан углед у друштву, па се њихово понашање може посматрати и анализирати из угла различитих наука. Друштвени утицај, финансијска моћ и свијетла будућност преко ноћи могу да буду замијењени затворском казном, због на први поглед бизарног разлога – коришћења инсајдерских информација. Најбољу потврду за наведену тезу представља случај Марте Стјуарт, која је 2004. године осуђена због злоупотребе инсајдерских информација и давања лажних изјава. Марта Стјуарт је била један од акционара компаније *Imclone System Stock* (у даљем тексту *Imclone*). Током 2001. године продала је 3.900 акција компаније у вриједности од 250.000 долара. Правни посао продаје акција није био споран, али је сумњу изазвала чињеница да је одмах након продаје вриједност акција на тржишту нагло пала. Такође, у децембру 2001. године, господин *Sam Waksal* је продао акције у компанији *Imclone* (коју је основао и у њој обављао функцију извршног директора). Тек након одређеног времена, *Imclone* је објелоданио информацију да Управа за храну и лекове (енгл. *Food and Drug Administration*) није одобрила лијек који су развили (радило се о истраживању лијека против рака), што је изазвало значајан пад у цијени вриједносних папира. Продајом у право вријеме Стјуарт је избјегла губитак од 45.000 долара. Ипак, са сигурношћу се може рећи да би, у случају да је само могла да претпостави какве ће јој неприлике донијети наредни догађаји, истог момента прихватила да поднесе губитак. Регулатори су убрзо посумњали да је

9 Да иронија буде већа у овом случају, приликом реформи током 1934. године био је члан комитета који је испред Конгреса учествовао у стварању законодавства којим је забрањена инсајдерска трговина, али и први председник Комисије за вриједносне папире у САД. Видјети детаљније: R. Kessler, *The Sins of the Father: Joseph P. Kennedy and the Dynasty he Founded*, Grand Central Publishing, New York, 1996, стр. 74–105.

10 Инсајдерска трговина се налазила симболично на почетку успешних каријера или је означавала крај даље каријере бројним утицајним лицима широм свијета. На примјер, господин *Рудолф Булијани*, дугогодишњи градоначелник Њујорка, је свој политички утицај и наклоност најшире јавности, који су били чврст основ за успешну каријеру, стекао као тужилац у бројним случајевима инсајдерске трговине у суду у Њујорку током деведесетих година прошлог вијека. Одређеним лицима инсајдерска трговина означава и крај пословне или политичке каријере. На примјер, Антонио Фацио (*Antonio Fazio*) је био један од најпознатијих италијанских банкара и гувернер *Bancad Italiana* од 1993. године до 2005. године када је напустио функцију због сумње да је злоупотребљавао инсајдерске информације. Против господина *Фација* тужилац у Милану је у децембру 2006. године подигао оптужницу за злоупотребу инсајдерских информација у случају *Анџонвенета банке (Banca Antonveneta)*. Оптужен је да је у поступку преузимања ове банке фаворизовао понуду италијанске банке и опструирао преузимање од стране банке са њемачким капиталом – *ABN AMRO*.

дошло до злоупотребе инсајдерских информација у трговини акцијама компаније *Imclone*. Током истраге Стјуарт је два пута дала изјаву о мотивима продаје вриједносних папира, које су се касније показале као нетачне. Епилог случаја био је следећи: 1) Ваксал је проглашен кривим и осуђен на казну седмогодишњег затвора; 2) Стјуарт је осуђена на казну затвора од 10 мјесеци.<sup>11</sup> Случај Марте Стјуарт показује да последице оптужби за инсајдерску трговину често могу да буду веће од профита оствареног злоупотребом информација.<sup>12</sup> Марта Стјуарт је била оснивач и директор компаније *Omnimedia*. Према подацима, између јануара 2002. године, када је започела истрага, и марта 2004. године, када је објављена пресуда, годишњи промет компаније је пао за 17 процената, а зарада након објелодањивања пресуде за 68 процената. Због пада цијена акција и неизвјесности око њене улоге у будућности, незадовољни акционари су поднијели 17 тужби против Марте Стјуарт и њене компаније.<sup>13</sup> Последице су наступиле и за њену политичку каријеру. Наиме, у том периоду била је кандидована за члана одбора директора њујоршке берзе. Оставку на мјесто извршног директора и предсједника своје компаније поднијела је 18 мјесеци након започињања истраге.<sup>14</sup> Марта Стјуарт је са SEC постигла погодбу без порицања или признавања било какве радње. Према условима погодбе било јој је забрањено обављање функције директора у било којој компанији за период од пет година и новчано је кажњена у износу од 195.000 долара.<sup>15</sup>

Заинтересованост јавности и најшира сагласност о потреби санкционисања оваквог понашања могла би да буде шанса за субјекте који примјењују овај институт у Србији, Црној Гори и осталим земљама у окружењу да направе одлучнији корак у борби против инсајдерске трговине. Ако се погледа историја регулисања и санкционисања злоупотребе повлашћених информација, може се извести закључак да је управо широка подршка јавности оштром санкционисању инсајдерске трговине била један од одлучујућих фактора за подизање нивоа ефикасности у спречавању злоупотреба у земљама које ефикасно спроводе овај институт.

11 Видјети: Kewin L. Rawls, „Martha Stewart and Insider Trading“, *Liberty University*, Lynchburg, 2009. Рад је доступан на интернет адреси: <http://digitalcommons.liberty.edu>.

12 M. Jennings, „The Ethical Lessons of the Martha Stewart Case“, *Corporate Finance Review*, Mineola, NY, 2004, стр. 40–48.

13 Видјети: D. Hoffman, „Martha Stewart’s insider trading case: A practical application of rule 2.1“, *The Georgetown Journal of Legal Ethics*, Washington, 2007, стр. 707–718.

14 Joan Macleod Heminway, „Martha Stewart: Insider Trader“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (eds.), *Insider Trading – Global Developments and Analysis*, CRC Press, New York, 2008, стр. 49–67.

15 Geraldine Szott Moohr, „Securities Fraud and Its Enforcement: The Case of Martha Stewart“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (eds.), *Insider Trading-Global Developments and Analysis*, CRC Press, New York, 2008, стр. 13–35.

#### IV Потреба међународне сарадње у борби против инсајдерске трговине

Међународни карактер случајева инсајдерске трговине је заједнички садржалац највећег броја расправа о новим тенденцијама у развоју овог института. У протеклим годинама ефикасна сарадња између држава је доводила до рјешавања компликованих случајева инсајдерске трговине, али исто тако постоје примјери у којима је одбијање сарадње омогућавало инсајдерима да прођу некажњено. Правна помоћ других држава приликом вођења истраге или током судског поступка представља императив од којег у великој мјери зависи ефикасност у борби против овог проблема у будућности. Ипак, ограничења овог рјешавања спорова су очигледна када су у питању приватне тужбе, већ се примјењују када поступке воде надлежни регулатори.

Класичан случај инсајдерске трговине у којој је потребна међународна помоћ није тешко замислити. Он подразумијева трговину вриједносним папирима компаније на организованом тржишту, од стране лица која су држављани друге земље и врше недозвољену радњу индиректно, односно посредством трећег лица. Деценијама уназад је сматрано да закони о инсајдерској трговини у земљи у којој је трговина спроведена нијесу примјењиви и да власти из те земље немају овлашћења да траже од друге компанија из друге земље списак клијената и друге информације неопходне за процесуирање случаја.<sup>16</sup> Данас су наведена правила одбачена.<sup>17</sup>

Најразвијеније тржиште вриједносних папира опет представља претечу и у судској пракси, када је у питању овај облик ефикасног рјешавања компликованих случајева. У поступцима често долази до из-

16 О аспектима међународне помоћи и проблема који се јављају приликом њене имплементације видјети детаљније: Alain Hirsch, „International Enforcement and International Assistance in Insider Trading Cases“, у: Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing-Law and Practice*, Butterworths, London, 1991, стр. 377-381.

17 Спор *SEC v. Cohler* представља један у низу случајева агресивне примјене забране инсајдерске трговине на међународном плану. У овом спору SEC је поднијела тужбу против Лоренца Кохлера, швајцарског држављанина, који је био угледни банкар. Правни основ за покретање поступка била је злоупотреба инсајдерских информација приликом спајања двије компаније (*CNS* и *GlaxoSmithKline Plc.*). Господин Кохлер је оптужен да је куповао опције (*call options*) у компанији *CNS* за свој лични рачун, као и за рачун компаније коју је контролисао (*Swiss Real Estate Company*) на основу инсајдерских информација да ће доћи до њеног спајања са другом компанијом. Након завршене трансакције (спајања а затим и продаје опција), господин Кохлер је остварио профит у износу од 400.000 долара. У овом случају SEC је правни основ нашла у кршењу федералног законодавства (Правило 10б-5 SEC) и захтијевала је повраћај стеченог профита и одговарајућу санкцију.



ражаја добро познавање закона од стране инсајдера (наравно, пошто се ради о професионалцима нијесу искључене ни консултантске услуге адвокатских канцеларија). Проблем међународне помоћи нарочито је дошао до изражаја у односима између САД и Швајцарске средином осамдесетих година прошлог вијека. Наиме, добро правно обавијештени инсајдери су почели да користе услуге швајцарских банака приликом злоупотреба повлашћених информација, ослањајући се на примјену правила о тајности клијената. Наведени проблем најбоље објашњавају два повезана случаја које је водила SEC током деведесетих година прошлог вијека: *SEC v. Banca Della Svizzera Italiana*<sup>18</sup> и *SEC v. Tome*.<sup>19</sup> Случајеви су се односили на трговину акцијама и опцијама компаније *St. Joe Minerals Corp.* (у даљем тексту *St Joe*) прије објављивања понуде за преузимање од стране компаније *Joseph E. Seagrams & Sons (Seagrams)*. Трансакција је извршена преко рачуна панамске компаније у швајцарској банци *Banca della Svizzera Italiana* (у даљем тексту *BSI*). Након издавања налога за привремено замрзавање профита проистеклог из трансакције, *BSI* је одбила да открије имена клијената за чији рачун је обавила продају, позивајући се на швајцарске законе о заштити тајности клијената. Због лоше сарадње са швајцарским властима, овај случај није успјешно окончан. Међутим, због злоупотребе повлашћених информација исте компаније, у другом поступку је дошло до успјешног окончања спора. У сарадњи са Владом Италије, SEC је дошла до опипљивијих доказа у случају против држављанина Италије (случај *SEC v. Tome*), који је оптужен да је дошао до инсајдерских информација од стране извршног директора преузимаоца (*Seagrams*), и да је тргујући вриједносним папирима, прије објављивања понуде за преузимање, остварио профит.<sup>20</sup>

Инсистирање на спречавању инсајдерске трговине америчког регулатора тржишта вриједносних папира у неким случајевима је било супротно правилима међународног јавног права и изазивало је оштре реакције осталих земаља. Кулминација критика од стране међународне јавности наступила је поводом случаја *SEC v. Wang and Lee*.<sup>21</sup> Спор је настао када је SEC покренула поступак против господина Венга, запосленог у инвестиционој банци у Њујорку, да је одао инсајдерску информацију господину Лију, ради трговања вриједносним папирима која је извршена у САД. У вријеме подизања тужбе против Лија, SEC је

18 Видјети случај: *SEC v. Banca Della Svizzera Italiana*, 81 Civ. 1836 (SDNY).

19 Видјети случај: *SEC v. Tome*, 638 F Supp 596 (SDNY 1986).

20 Видјети: Michael D. Mann, Lise A. Lustgarten, „Internationalization of Insider Trading Enforcement – A Guide to Regulation and Cooperation“, у: Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing-Law and Practice*, Butterworths, London, 1991, стр. 339–376.

21 Видјети случај: *SEC v. Wang and Lee*, 88 Civ 4461 (SDNY 1988).

издала налог за замрзавање његове имовине, компанија које је контролисао и лица преко којих је трговао, са образложењем да је намјеравао да профит остварен од инсајдерске трговине премјести из САД. Суд је прихватио образложење и донио одлуку о замрзавању имовине која је прослијеђена свим држаоцима његове имовине, укључујући и *Standard Chartered Bank*, британску банку која је имала филијале у Хонгконгу и Њујорку. Након издавања налога, *Lee* је захтијевао од филијале у Хонгконгу, коју не обавезују одлуке суда у САД, да му изврши плаћања, пријетећи подизањем тужбе у случају одбијања. Ипак, судови у Хонгконгу нијесу прихватили његово образложење.<sup>22</sup> Оваква мјера је била предмет бројних критика на међународном плану, јер није постојао никакав споразум између САД и Хонгконга у том периоду.

Правни основи за пружање међународне помоћи у случајевима инсајдерске трговине су различити. Једна од најпрогресивнијих норми у Директиви о злоупотреби тржишта је норма којом се захтијева од земаља чланица да сарађују у борби против инсајдерске трговине. Значај се налази у чињеници да због постојања ове норме није потребно закључивати додатне уговоре између земаља чланица којима би била регулисана сарадња у овој области. Амерички регулатор тржишта правну помоћ у случајевима инсајдерске трговине врши путем двије врсте споразума: 1) Споразуми о узајамној правној помоћи у кривичним стварима (енгл. *Mutual Legal Assistance Treaties in Criminal Matters*) и 2) Меморандуми о разумијевању (енгл. *Memoranda of Understanding*).<sup>23</sup>

На крају, међународна сарадња се врши на основу Хашке конвенције о преузимању евиденције у грађанским и трговинским споровима (у даљем тексту: Хашка конвенција), која предвиђа одређену процедуру на основу које судски органи у једној земљи потписници могу захтијевати достављање евиденције која је лоцирана у другој земљи у грађанским и трговинским споровима.<sup>24</sup> Управо је *SEC* у случајевима инсајдерске трговине покушала да искористи могућности наведене конвенције. У поступку који је *SEC* покренула пред судом у Њујорку против два резидента из Сингапура, тврдећи да су извршили инсајдерску трговину прије

22 Видјети: A. Hirsch, *нав. гјело*, стр. 382.

23 *SEC* је закључила са одговарајућим тијелима у другим зељама 32 уговора о размјени информација и сарадњи у грађанском и кривичном поступку у области злоупотреба на тржишту хартија од вриједности. Споразум о узајамној правној помоћи САД су, између осталих, закључиле са Швајцарском, Великом Британијом, Сјеверном Ирском, Канадом, Турском, Холандијом и Италијом. Он генерално подразумијева сарадњу у кривичним областима, укључујући сарадњу у лоцирању свједока, узимању изјава и свједочењима и обезбјеђивање размјене административних и судских докумената.

24 The Hague Convention on the Taking of Evidence Abroad in [C]ivil or Commercial Matters, Mar. 18, 1970, 23 U.S.T. 2555.

јавног објављивања да ће компанија *APL Limited* бити купљена од стране сингапурке компаније, *Neptun Orient Lines, Ltd.*, суд је одобрио захтјев *SEC* за привремено замрзавање имовине компаније и идентификацију осумњичених. *SEC* се обратила Врховном суду Сингапура захтјевом да на основу Хашке конвенције именује испитивача који ће прикупити евиденцију од свједока из Сингапура, која ће затим бити коришћена пред судом у Америци. Оптужени у Сингапуру су оспорили именоване испитивача, аргуменујући да је одредба Правила 106–5 по природи прекршајна и да се не примјењује на Хашку конвенцију. Врховни суд Сингапура је одбио такву аргументацију и спровео тражене радње, што је омогућило ефикасно окончање спора.<sup>25</sup>

## V Посебна професија – инсајдерска трговина

У последњим годинама, због учесталости инсајдерске трговине, начина на који одређени инсајдери остварују профит, броја лица која учествују у неким случајевима и висине остварене зараде, са пуним правом се може говорити о стварању посебне професије – инсајдерске трговине. Наиме, између различитих лица се стварају мреже на основу којих се размјењују и користе повлашћене информације у замјену за проценат од оствареног профита. Ова пракса представља највећу пријетњу за интегритет тржишта и изазов за регулаторе тржишта широм свијета. Прво, шеме инсајдера у којима се размјењују информације су изузетно сложене и укључују особе из различитих области. Друго, најчешће се ради о професионалним улагачима који добро познају предности и недостатке законодавства. Треће, рјешавање случајева често захтијева међународну сарадњу, што додатно компликује ефикасност вођења поступка.

Један илустративан примјер најбоље ће указати на стварну пријетњу овакве праксе за интегритет тржишта. Током 2006. године *SEC* је покренула поступак против 17 лица у случају *Reebok*, за које је тврдила да су учествовали у међународној мрежи злоупотребе повлашћених информација и остварили недозвољени профит у износу од 6,8 милиона евра, крадући информације, између осталих, од *Merrill Lynch-a*, *Business Week-a* и пороте суда у Њујорку. Овај случај, вјероватно као мало који до сада, показује упорност и оштроумност чланова комисије у дуготрајним поступцима откривања крађа на тржишту капитала, али и неопходност размјене података у случајевима инсајдерске трговине. У овом случају *SEC* је тврдила да су два физичка лица, један садашњи и један бивши запослени у компанији *Goldman-Sachs*, учествовали у сложеној и широко постављеној шеми, у којој су противзаконито долазили до повлашћених информација

25 Видјети детаљније: Michael D. Mann, Lise A. Lustgarten, *нав. гјело*, стр. 347.

од различитих извора, а затим их прослеђивали трећим лицима која су трговала на основу њих у САД и Европи. Истрагу је иницирала чињеница да је пензионисана кројачица из Хрватске извршила неколико сложених трговина опцијама компаније *Reebok International, Ltd.* Само дан након њене последње трговине, *Reebok* је објавио да је прихватио понуду за преузимање од компаније *Adidas-Salomon AG.* Ова чињеница је бившој кројачици дала могућност да стекне профит од два милиона еура. Због несразмјерног, и у најмању руку сумњиво оствареног профита, *SEC* је дала налог да се замрзне рачун на којем је извршена трговина. Даља истрага је показала да је кројачица из Хрватске трговала по инструкцијама свог нећака Дејвида Пајчина, бившег брокера компаније *Goldman-Sachs*, и Еугена Плоткина, његовог сарадника у послу и инвестиционог савјетника у истој компанији. Поред Плоткина и Пајчина организацију су чинила и друга лица која су међусобно била повезана на невјероватан начин. Функционисали су тако што су једни долазили до информација, други трговали на основу њих, а затим дијелили профит.<sup>26</sup>

## VI Нове тенденције у борби против инсајдерске трговине

Регулатори широм свијета, предвођени *SEC*, проналазе различите механизме да би одговорили новим изазовима и заштитили интегритет тржишта. У протеклим годинама и у судској пракси се мијењају одређена тумачења која су дуго година охрабривала инсајдерску трговину. Тако се у примјени овог института јављају нове тенденције, које ће у будућем периоду допринијети смањењу учесталости инсајдерске трговине. Неке од најважнијих су:

1. *Реулисање инсајдерске трговине посебним законима.* Последњих година евидентан је тренд у упоредном праву да се инсајдерска трговина уређује посебним законима заједно са осталим облицима злоупотреба на тржишту вриједносних папира. Овај систем је прихваћен, на примјер, у праву Шведске и у Јужној Африци.<sup>27</sup> Такође, развија се у одређеном броју ев-

26 Главна особа у цијелој организацији био је аналитичар сектора за фузије и преузимања у компанији *Merryl Lynch*, који је достављао необјављене повлашћене информације о предстојећим корпоративним трансакцијама. Један од чланова радио је у штампарији у Винконсину, са циљем да доставља податке из новина *Business Week*, прије њиховог штампања. На крају, у цијелу причу био је умјишан и курир у суду у Њујорку, чији је задатак био да доставља податке о компанијама против којих се намјерава покренути истражни поступак. Поред компаније *Reebok*, сматра се да је наведена група трговала хартијама још 26 компанија.

27 Видјети: Закон о инсајдерској трговини Јужне Африке из 1998. године (енгл. *Insider Trading Act*) и шведски Закон о инсајдерима.

ропских земаља које прилагођавају своје законодавство новој европској директиви.<sup>28</sup> Од средине деведесетих година овај систем је прихваћен у САД, јер је усвојен посебан закон против санкционисања инсајдерске трговине.<sup>29</sup>

2. *Смањивање стандарда приликом одређивања појма повлашћене информације.* Без обзира на напор европских земаља да прецизно дефинишу овај елемент института инсајдерске трговине, за сада су изостали конкретни резултати. Разлог се налази у немогућности да се правном нормом предвиде све ситуације које једној информацији дају епитет повлашћене информације. Рјешење проблема у европском праву, а самим тим и земљама у окружењу, у овој области би могла да буде судска пракса у САД, која је креативним тумачењима успјела да се избори са чињеницом да у праву САД није дефинисан појам повлашћене информације. У судској пракси су у протеклом периоду значајно смањени строги захтјеви које су у првим деценијама наметнули судови у одређивању појма повлашћене информације. Велики број тужбених захтјева често је на првом кораку одбијан, јер су судови строго тумачили појам повлашћене информације.
3. *Проширивање круга инсајдера.* Умјесто класичних инсајдера, директора и акционара, у последњим годинама све више се у улози оптужених јављају адвокати, ревизори, рачуновође, банкари, инвестициони савјетници и сл.
4. *Учесталост злоупотреба повлашћених информација од стране чланова породице.* У протеклим годинама, због учесталости инсајдерске трговине, јављају се различити случајеви злоупотреба који отежавају откривање и утврђивање одговорности. Посебно је учестала злоупотреба повлашћених информација у којима учествују чланови породице. На примјер, посебну категорију чине случајеви у којима повлашћене информације злоупотребљавају брачни другови, сродници и пријатељи. Злоупотреба инсајдерских информација од стране брачних другова често обухвата случајеве у којима оба брачна друга имају значајне успјехе у каријерама, што им даје приступ инсајдерским информацијама. Неки аналитичари ове случајеве

28 Овај модел у упоредном праву може се наћи у бугарском законодавству након усвајања Закона о мјерама против злоупотребе тржишта из октобра 2006. године. Од 1. априла 2005. године основни извор права у праву Малте за област инсајдерске трговине је Закон о спречавању злоупотреба на финансијском тржишту (енгл. *Prevention of Financial Markets Abuse Act*).

29 Видјети: Закон о санкционисању инсајдерске трговине САД из 1984. године (енгл. *Insider Trading Sanctions Act*).

називају „случајеви са јастука“ (енгл. *pillow talks*). У оквиру ове категорије постоје двије ситуације: а) када брачни другови тргују заједно<sup>30</sup> и б) када један брачни друг тргује на основу информација које му обезбјеђује други брачни друг.<sup>31</sup> Такође, случајеви у којима су укључени остали чланови породице могу бити различити. Некада се дешава да отац учествује у злоупотреби информација са синовима,<sup>32</sup> док неки случајеви укључују однос отац – ћерка или браћа и сестре.<sup>33</sup>

5. *Јачање система санкционисања инсајдерске трговине*. Начин санкционисања инсајдерске трговине данас представља једно од најспорнијих правних питања у упоредном праву. У овој области не постоје општеприхваћени стандарди. Прво, инсајдерска трговина није у свим земљама кривично дјело. Друго, систем политике санкционисања се оштро разликује у упоредној пракси у односу на висину санкција и избор појединих врста санкција, што доводи до правне несигурности. Општи тренд у упоредном праву у посљедним годинама је проширивање врста санкција и поштравање система санкционисања.<sup>34</sup>
6. *Флексибилније прихватање доказног материјала*. У већини случајева инсајдерске трговине тужилац мора да изнесе чврсте доказе о узрочној вези инсајдера са посједовањем информације и вршењем недозвољене радње. Посебно је до изражаја дола-

30 Током 2007. године *SEC* је поднјела тужбу против *Jennifer Wang*, која је била запослена у компанији *Morgan Stanley & Co., Inc.*, и њеног супруга Рубена Чена, бившег радника компаније *ING Investment Management Services LLC*. Они су оптужени да су куповали вриједносне папире прије јавног објелодањивања информације у којима су кроз три трансакције остварили профит у износу од 600.000 долара. Трговина је вршена преко рачуна супругине мајке која је живјела у Пекингу.

31 Видјети случај: *SEC v. Balkenhol*, Civil Action No. C-07-2537 JCS.

32 Видјети случај: *SEC v. Terese Dearmin*, Civil Action No. 1: 07-CV-01089, јун 2007. године.

33 Некада је инсајдерска трговина, односно жеља једног супружника да дође до профита на основу инсајдерске информације, јача од повјерења које постоји, или је до тада постојало између супружника. Илустративан примјер је случај *SEC v. Mcdonald*. У овом случају муж је искористио информације које му обезбиједила супруга и проследио је двојици својих пријатеља. Супруга је била запослена у одсјеку инвестиционе компаније Мерил Линч у Онтарију и некада је разговарала са својим супругом о свом раду, претпостављајући да ће информације које му изнесе бити повјерљиве. Оптужница је подигнута само против једног лица, господин Мекдоналда, док су жена и лица која су директно учествовала у трансакцији изузети из оптужнице. Видјети: *SEC v. Mcdonald* 699 F.2d 47 из 1983. године.

34 О слабостима система санкционисања инсајдерске трговине у праву Србије и упоредном праву видјети детаљније: Небојша Јовановић, „Где се дену санкција за трговину упућеног“, *Право и привреда*, бр. 5-8/2009.

зило утврђивање одговорности у случајевима неовлашћеног одавања информација трећем лицу. Судови све више прихватају и посредне доказе као што су листинзи телефонских разговора, рачуни у хотелима и ресторанима и сл.

7. *Једносйавније уйврђивање иденйиийейта инсајдера.* Професионални улагачи су често свој идентитет скривали вршећи трансакције преко трећих лица. Развојем механизма компанијског права (права на утврђивање стварног акционара) отварају се могућности лакшег утврђивања статуса инсајдера.
8. *Коришћење савремених средсйава йриликом иденйификације сумњивих йрансакција.* Регулатори тржишта широм свијета користе развој информационих технологија како би ефикасније пратили сумњиве трансакције и дошли до идентификације злоупотреба.
9. *Повећавање броја усйјешних случајева у йройшеклим йодинама на йлобалном йлану.* Након усвајања Директиве о злоупотреби тржишта порастао је број успјешно окончаних случајева у већини европских земаља, док је амерички регулатор наставио своју агресивну политику против инсајдерске трговине.
10. *Сйална едукација особља унуйшар реулаййора који се бави овом йемаййиком.* Неоправдано запостављен елемент у расправама о проблему инсајдерске трговине је и питање едукације. Овај аспект се посебно односи на едукацију запосленог кадра у регулаторима тржишта.
11. *Повећавање обима овлашћења надлежних реулаййора.* Досадашња пракса у борби против инсајдерске трговине је показала да регулатори тржишта имају највећу улогу у овом процесу. Без сумње, и у будућем периоду ће се наведена пракса наставити. Због тога је неопходно проширити овлашћења регулаторних органа у случајевима инсајдерске трговине.

## VII Закључак

Од првих случајева инсајдерске трговине почетком двадесетог вијека до најновијих инсајдерских скандала, којима регулатори тржишта вриједносних папира широм свијета потврђују своју одлучност у намјери заштите интегритета тржишта, десиле су се револуционарне промјене. Период од сто година је вријеме у којем се мијењају и усавршавају многи правни институти, али је мало који правни институт доживио толико промјена и изазвао пажњу јавности као инсај-

дерска трговина. У последњих двадесет година однос држава широм свијета према проблему инсајдерске трговине се промијенио. Умјесто регулисања правилима аутономног права, ова област се регулише најчешће законима, уз проналажење бројних механизма превенције и константно поштравање система санкционисања. На нивоу Европске уније, у периоду од непуних двадесет година, усвојене су двије директиве којима је уређена ова област. У будућем периоду интересовање за ову област ће бити све веће, посебно на малим тржиштима у којима се мора рјешавати проблем смањења злоупотреба, јер се без рјешења овог проблема не може говорити о интеграцији тржишта у регионалне и међународне токове капитала.

Србија и Црна Гора, као и остале земље у окружењу, усклађују своје законодавство са правом Европске уније и у овој области. Ипак, стиче се утисак да се овом сложеном правном проблему прилази на једностран начин – кроз слијепо усаглашавање са европским правом које ни само није ријешило бројна спорна питања у овој области. У покушајима стварања ефикасног система инсајдерске трговине мора се водити рачуна о достигнутом степену развоја сопственог правног система, објективним капацитетима за спровођење одређених препорука, које су садржане у европским директивама, стварним могућностима за примјену одређених правних института којима се спречава учесталост инсајдерске трговине и сл. На крају, посебно се мора водити рачуна да се у овој области константно дешавају промјене које произлазе из потребе да се смањи учесталост злоупотреба повлашћених информација.

**Mijat JOCOVIĆ**

**Faculty of Economics in Podgorica, University of Montenegro**

## **NEW TRENDS IN THE DEVELOPMENT OF THE INSTITUTE OF INSIDER TRADING**

### **Summary**

*The subject of this paper is the analysis of new trends in approach to the institute of insider trading. Significant changes are recognized in the last years within the elements of the insider trading. They are particularly pronounced in relation to the status of insiders, the concept of privileged information, as well as in relation to the frequency of preferring some of the prohibited acts. In the*



*first part of the paper the author pointed out the causes of increased insider trading on a global scale. The author emphasizes the fact that the international nature of legal transactions in the securities market has created a new dimension in the encounter against insider trading – the need for international cooperation. Due to the frequency of insider trading, the way that some insiders are making profits, the number of persons participating in some transactions and the amount of earned profits, we can talk about creating a special profession – insider trading. The author highlights that in the past decade insider trading was clearly identified as a real threat to the development of financial market. In the conclusion, the author points out that in this area, in addition to complying with EU law, we need to follow the modern trends in order to achieve the common goal for most countries in the world – reducing the frequent experiences of abusing privileged information.*

**Key words:** *insider trading, insider, privileged information.*