

Јелена ЛЕПЕТИЋ

асистент Правног факултета Универзитета у Београду

О ПОЈМУ *INSIDER-A* У ПРАВУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ*

Резиме

У овом раду аутор указује на актуелне проблеме у дефинисању појма *insider-a* у праву Европске уније. У Директиви о злоупотреби тржишта *insider* је дефинисан посредно преко појма *повлашћена информација*. У Директиви се не прави јасна разлика између примарних и секундарних *insider-a*, а предвиђа се и састављање листе *insider-a*, што је довело до значајних проблема у пракси. Аутор покушава да нађе одговор на питање да ли постоји претпоставка да је примарни *insider* искористио повлашћену информацију коју је поседовао, уколико је купио или продао харџије од вредности или друге финансијске инструменте на које се та информација односи, или покушао исто, као и каква је њена природа уколико постоји. Такође настоји да разреши проблем критеријума поделе на примарне и секундарне *insider-e*. Приликом анализирања посебно је узета у обзир пракса Суда правде Европске уније.

Кључне речи: *insider*, листа *insider-a*, повлашћена информација, Директива о злоупотреби тржишта, пракса Суда правде Европске уније.

* Рад је настао у оквиру пројекта Правног факултета Универзитета у Београду „Развој правног система Србије и хармонизација са правом Европске уније – правни, економски, политички и социолошки аспекти (2011)“.

I Увод

У циљу адекватне заштите инвеститора и поштовања једнакости тржишних учесника значајно је дефинисати појам *insider*-а (енгл. *insider*, фр. *initié*). Према Директиви Европске уније бр. 6/2003 о злоупотреби повлашћених информација и тржишним манипулацијама (злоупотреби тржишта), висок степен поверења инвеститора у финансијско тржиште постиже се промовисањем принципа транспарентности на тржишту.¹ Интересовање две гране права, берзанског и компанијског, даје још већи значај појму *insider*-а. С једне стране, због заштите улагача и принципа информационе симетрије односно тржишног егалитаризма, злоупотреба повлашћених информација је предмет интересовања берзанског права. С друге стране, исти ти улагачи инвестирањем средстава постају акционари, што даље значи да недостатак адекватних информација или бојазан да могу лако изгубити средства услед мањка информација, може довести до ситуације у којој је теже привући средства за оснивање привредног друштва, као и касније повећати основни капитал новим улозима.² Дакле, злоупотреба повлашћених информација је од великог значаја за компанијско право. Овај институт се може посматрати и као облик ограничења преношења хартија од вредности.³ Сам термин ограничење не треба схватити у буквалном смислу, јер је сама трговина, иако дозвољена, отежана за поједине *insider*-е због обавезе пријаве обављеног посла, провере да ли је информација искоришћена итд. У сваком случају, заштита мора бити обезбеђена улагачима, односно акционарима, што су две стране исте медаље. Акцент је свакако на начелу тржишног поштења (енгл. *market fairness*), односно тржишног егалитаризма (енгл. *market egalitarianism*)⁴ у теоријскоправном смислу, као и стандарду једнаке доступности информација (енгл. *equal access*) како га прихвата Суд правде Европске уније (енгл. *Court of Justice of the European Union*, даље Суд ЕУ).⁵

Прво је потребно дефинисати појам злоупотребе повлашћених информација (енгл. *insider dealing*, *insider trading*, фр. *délit d'initié*, нем.

1 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider trading and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.4.2003, 16–25. Вид. ст. 12, 15, 43 (1) преамбуле МАД.

2 Слично Paul Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2003, стр. 751–752.

3 Вид. Јакша Барбић, *Право друштвава – друштвава капијтала*, Загреб, 2007, стр. 324.

4 Вид. Ben Pettet, *Pettet's Company Law – Company and Capital Market Law*, Harlow, 2009, стр. 406.

5 Вид. Lars Klöhn, „The European Insider Trading Regulation after the ECJ's Spector Photo Group Decision“, *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, бр. 2/2010, стр. 9–10 (број страна према електронској верзији доступној на интернет адреси: <http://ssrn.com/abstract=1566943>, 5.4.2011).

Insidergeschäfte).⁶ Термин који је прихваћен у праву Европске уније је *insider dealing*. Злоупотреба повлашћене информације (енгл. *inside information*)⁷ односи се на забрану три радње: 1) куповину или продају, као и настојање да се купе или продају хартије од вредности или други финансијски инструменти уз коришћење информације која се на те хартије односи, 2) откривање повлашћене информације било ком лицу уколико то није уобичајено у вршењу посла, професије или дужности, 3) подстицање других на трговину хартијама на које се информација односи.⁸ Као што се види из претходног, није забрањена сама трговина хартијама од вредности и другим финансијским инструментима, већ злоупотреба повлашћене информације до које долази трговином. Према томе, термин трговина није одговарајући енгл. термину *dealing*, па је потребно *insider dealing* назвати злоупотребом повлашћених информација. Такође је потребно напоменути да *insider dealing* обухвата и *insider tipping* у смислу операције преношења повлашћене информације.⁹ Централно питање овог рада је на која лица се те забране односе, с обзиром на чињеницу да појам *insider*-а није непосредно дефинисан у праву Европске уније.

II Извори права

Када се ради о *insider dealing*-у, основни извор права Европске уније је поменута Директива о злоупотреби тржишта (даље МАД), усвојена на првом нивоу Ламфалусијевог процеса.¹⁰ У оквиру другог нивоа, детаљније

- 6 О појму *insider dealing*-а вид. Mark Adenas, Frank Wooldridge, *European Comparative Company Law*, Cambridge, 2009, стр. 517; Denis Keenan, Josephine Bisacre, *Smith & Keenan's Company Law*, Harlow, 2005, стр. 260; Philippe Merle, Anne Fauchon, *Droit commercial – Société commerciales*, Paris, 2008, стр. 316–317; Maurice Cozian, Alain Viandier, Florence Deboissy, *Droit des sociétés*, Paris, 2006, стр. 396–397; Мирко Васиљевић, „Insider trading (dealing) – повлашћене информације“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2001, стр. 7; Небојша Јовановић, „Где се „дену“ санкција за трговину упућеног?“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2009, стр. 479; Соња Бунчић, „Појам привилеговане информације у европском и српском праву“, *Право и привреда*, бр. 9/12/2007, стр. 52; Зоран Арсић, „Insider trading“, *Право и привреда*, бр. 1–2/96, стр. 38.
- 7 Повлашћена информација дефинисана је у Директиви о злоупотреби тржишта (ст. 16 преамбуле и чл. 1 ст. 1), као информација која се односи на тачно одређењу чињеницу у вези са издаваоцем или хартијама од вредности и другим финансијским инструментима која је необјављена, а која би имала утицај на цену хартије од вредности или других финансијских инструмената да је објављена.
- 8 Вид. Директиву о злоупотреби тржишта, чл. 2 и 3.
- 9 Вид. William K. S. Wang, Mark I. Steinberg, *Insider Trading*, Oxford 2006, стр. 1, доступно на интернет адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981638, 5.04.2011. Потребно је напоменути да се термин *insider tipping* не помиње у праву Европске уније.
- 10 Ламфалусијев процес састоји се из четири нивоа регулативе европског тржишта хартија од вредности, а добио је име према Ламфалусијевог извештају о европ-

регулисање спроведено је кроз усвајање имплементирајућих директива и једне уредбе, и то: Директиве бр. 124/2003 о дефиницији и објављивању повлашћене информације и дефиницији тржишне манипулације,¹¹ Директиве бр. 125/2003 о правичном представљању инвестиционих препорука и откривању сукоба интереса,¹² Директиве бр. 72/2004 о усвојеној тржишној пракси, дефиницији повлашћене информације у вези са робним дериватима, састављању листи *insider*-а, обавештавању о трансакцијама менаџера и сумњивим трансакцијама,¹³ као и Уредбе бр. 2273/2003 о изузецима за тзв. *buy-back* програме и стабилизацију финансијских инструмената.¹⁴ Последња промена десила се 2008. год., када је усвојена Директива о измени Директиве о злоупотреби тржишта поводом имплементирајућих овлашћења поверених Комисији.¹⁵

ском тржишту хартија од вредности из 2001. год. (*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets – The Lamfalussy Report*). А. Ламфалуси је био председник поменутог Комитета. У оквиру првог нивоа обично се усваја директива којом се успостављају смернице, односно основни принципи регулисања. На другом нивоу усвајају се имплементирајуће мере, којима се детаљније разрађују већ усвојени принципи. На трећем нивоу су смернице Комитета европских регулатора хартија од вредности (*Committee of European Securities Regulators – CESR*). Уредбом бр. 1093/2010 (*Regulation (EU) No 1093/2010 of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC*, OJ L 331, 15.12.2010, 12–47) успостављена је Власт за хартије од вредности и тржишта Европске уније (*European Securities and Markets Authority – ESMA*). Више о *ESMA* на интернет адреси: <http://www.esma.europa.eu/>, 5.4.2011. На четвртном нивоу долази до јачања, тј. проширења овлашћења и усвајања нових правила. Детаљније вид. В. Pettet, *нав. дело*, стр. 363–365.

- 11 Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, OJ L 339, 24.12.2003, 70–72.
- 12 Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and the disclosure of conflicts of interest, OJ L 339, 24.12.2003, 73–77.
- 13 Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions, OJ L 162, 30.4.2004, 70–75.
- 14 Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments, OJ L 336, 23.12.2003, 33–38.
- 15 Directive 2008/26/EC of 11 March 2008 amending Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (market abuse), as regards the implementing powers conferred on the Commission, OJ L 81, 20.3.2008, 42–44.

Директива о злоупотреби тржишта није прва Директива која је регулисала *insider dealing*. Прва директива која се бавила овим питањем била је тзв. *Insider dealing* Директива (даље ИДД) из 1989. год. са само 15 чланова.¹⁶

III Појам *insider-a*

1. Опште карактеристике

Прво питање које се намеће при разматрању појма *insider-a* је његово разграничење од појма *outsider-a*. Уколико прихватимо термин *insider* неко мора бити третиран и као *outsider*. Сам термин *insider* је настао у америчком праву, у коме се дефинише преко везе са привредним друштвом.¹⁷ Повлашћена информација односи се на хартије од вредности компаније са којом је *insider* у непосредној или посредној вези.

Другачија је ситуација када се једна информација односи на више компанија (нпр. код спајања). Уколико једна компанија употреби нову технологију, недоступну другима, доћи ће до повећања вредности акција те компаније. У описаној ситуацији могло би доћи до пада вредности акција конкурентске компаније која и даље користи стару технологију. Тада би се *insider-има* сматрала лица запослена у једној компанији која имају информацију да ће њихова компанија почети са употребом нове технологије, која се посредно односи на друге конкурентске компаније. Веза између компанија које ће учествовати у спајању је неспорна, што опет није случај у примеру са конкурентном компанијом, када се изгледа ради о тржишној информацији. Лице које је акционар компаније конкурента, чија би вредност акција могла пасти, може продати своје акције и избећи губитак, уколико сазна да ће друга компанија употребити нову технологију. С обзиром на чињеницу да акционар није трговао акцијама компаније на коју се информација непосредно односила, као и да информација не потиче из интерних извора компаније чијим је акцијама трговао, можемо закључити да се не ради о повлашћеној него о тржишној информацији.¹⁸

16 Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, OJ L 334, 18.11.1989, 30–32. Француска је и пре усвајања Директиве из 1989. год. регулисала злоупотребу повлашћених информација, као и Велика Британија, док је у Немачкој дуже време било колебања око регулисања. Вид. Stefan Grundmann, Florian Möslin, *European Company Law*, Antwerpen – Oxford, 2007, стр. 456.

17 Вид. Јелена Лепетић, „О појму *insider-a* у праву Сједињених Америчких Држава“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2010, стр. 165–166.

18 О подели информације на тржишну и повлашћену информацију вид. Steven M. Bainbridge, „An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?“, *European Company Law*, Vol. 2, Issue 1/2005, стр. 25.

Из претходног произлази да би *outsider* било свако лице које нема везе са компанијом. *Outsider* може одговарати као *insider* уколико дође до повлашћене информације. Неспорно је да *insider*-а можемо дефинисати као лице које поседује повлашћену информацију, према МАД.¹⁹ У њој се не помиње сам термин *insider* нити *outsider* већ само повлашћена информација.²⁰ Наиме, свако лице може бити *insider* зато што било које лице може доћи у посед повлашћене информације. С друге стране, ваља напоменути да се термин *insider* помиње у контексту састављања листе *insider*-а у Директиви за имплементацију МАД бр. 72/2004. Веза са компанијом јесте од значаја, макар у смислу поделе *insider*-а на различите категорије. Подела се може извршити и с обзиром на начин на који су *insider*-и до информације дошли.

Имајући у виду наведено, може се закључити да је термин *insider* у најмању руку упитан као адекватан када се ради о праву Европске уније. Могло би се говорити само о потенцијалном *insider*-у, јер се на тај начин (као *insider*) може окарактерисати било које лице без било каквог ограничења.²¹ Реч је дакле о лицу које може одговарати ради злоупотребе повлашћене информације, услед вршења било ког од три могућа начина саме злоупотребе, тј. само за један или за више облика. Термин *insider* уноси забуну из разлога што асоцира на лице које је у непосредној вези са компанијом. Треба узети у обзир и ситуацију када лице које је запослено у компанији нема сазнање о повлашћеној информацији, или мисли да је информација коју поседује тржишног, а не повлашћеног карактера. Тада се намеће питање постојања или непостојања законске претпоставке да је то лице имало повлашћену информацију, као и да ли је таква претпоставка, уколико постоји, оборива или необорива. У чл. 4 МАД помињу се лица која знају или су морала знати да се ради

19 Не треба изгубити из вида да би „концепт *insider*-а требало квалификовати као нешто више од чистог поседовања повлашћене информације“ према Klaus J. Hopt, „The European Insider Dealing Directive“, *Common Market Law Review*, бр. 27/1990, стр. 62. Тако би се *insider* могао дефинисати као лице које користи своју предност у смислу поседовања повлашћене информације за стицање добити или избегавање губитка. Тако Небојша Јовановић, „Одступања српског права од европског у вези са упућеним (инсајдером) и његовим извештавањем“, *Изазови европских иншјерација*, бр. 5/2009, стр. 113.

20 У неким правима појам *insider*-а је законски појам. Тако се у Закону о финансијским услугама и тржиштима из 2000. год. Велике Британије (*The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse), Regulations 2005 No 381*), експлицитно помиње и дефинише *insider*, набрајајући сва лица која се могу сматрати *insider*-има у истом члану, као лица која поседују повлашћене информације по различитим основама, према изменама осмог дела из 2005. год. у одељку 118 Б.

21 О групи потенцијалних *insider*-а у сличном смислу вид. Соња Бунчић, „Субјекти *insider dealing*-а и њихова одговорност у праву Републике Србије“, *Право и привреда*, бр. 1-4/2008, стр. 62.

о повлашћеној информацији, тзв. секундарни *insider*-и, а која нису лица набројана у чл. 2 ст. 1 МАД. У тзв. примарне *insider*-е из чл. 2 ст. 1 спадају лица која имају повлашћену информацију на основу чланства у административним, управљачким или надзорним телима компаније, на основу својства власника капитала, на основу приступа информацијама кроз обављање запослења, професије или дужности, али и на основу чињења кривичних дела. *Insider* може бити и правно лице према чл. 2 ст. 2 МАД. У том случају забрана злоупотребе повлашћене информације односи се и на физичко лице које учествује у доношењу одлуке да се изврши трансакција за рачун правног лица.

Сазнање о поседовању повлашћене информације, тј. да лице зна или је морало знати да се ради о повлашћеној информацији, помиње се само у чл. 4 МАД, што би могло значити да се ради о оборивој претпоставци да је то лице имало повлашћену информацију. Тако би закључком *argumentum a contrario* могло произаћи да се код лица из чл. 2 ст. 1 МАД претходно набројаних, ипак ради о необоривој претпоставци, јер се нигде и не помиње субјективни елемент тј. свест о поседовању повлашћене информације. Даље се може поставити питање шта је последица постојања необориве претпоставке да су примарни *insider*-и знали да је информација коју поседују по различитим законом набројаним основама повлашћена, а да секундарни *insider*-и могу доказивати да нису имала такво сазнање, тј. да ли постоји и претпоставка одговорности и које одговорности. Проблем се јавља због термина искористити (енгл. *use*), што би значило да је потребно да *insider* искористи, тј. употреби повлашћену информацију нпр. куповином или продајом хартије од вредности на коју се информација односи или покушајем да исту прода или купи, за свој или туђи рачун, директно или индиректно, да би био одговоран. Према томе, одбрана примарног *insider*-а би се сводила на доказивање да информацију није искористио, а секундарног да није ни знао нити морао знати да је у поседу повлашћене информације, те не мора ни доказивати да је није искористио. Није тешко замислити ситуацију да независни директори због природе њихове функције немају сазнање о повлашћеној информацији којом располажу извршни директори исте компаније. Уколико би дошло до спора независни директори не би могли доказивати да нису знали нити морали знати повлашћену информацију, што би поприлично отежало њихов положај, а тиме имало и одвраћајући карактер приликом прихватања саме функције. Чињеница да неко лице има положај независног директора не мора бити гаранција да је знало или морало знати повлашћену информацију. У том смислу, исправније је закључити да се ради о оборивој претпоставци.²² Субјективни еле-

22 Интересантно је да је у неким правима ова претпоставка била предвиђена као необорива, нпр. у француском праву. Вид. Едита Чулиновић-Херц, „Злоупорабе

мент „са потпуним знањем чињеница“ (енгл. *with full knowledge of the facts*) који је био услов за одговорност примарних *insider*-а из ИДД, у МАД се више не помиње, док је термин „искористити предност“ (енгл. *taking advantage*) из ИДД замењен термином „искористити“ (енгл. *use*).²³ Изостављање субјективног елемента може бити аргумент у прилог тези да постоји необорива претпоставка да су примарни *insider*-и знали или морали знати да је информација коју поседују повлашћеног карактера. Субјективни елемент остаје услов за одговорност секундарних *insider*-а и према МАД. Секундарни *insider*-и би свакако у спору могли приговорити да нису знали или морали знати да је информација коју поседују повлашћена. С друге стране, у преамбули МАД стоји да се коришћење повлашћене информације може састојати из располагања хартијама од вредности од стране лица које зна или је морало знати да је информација коју поседује повлашћена.²⁴ Из тога можемо закључити да и примарним *insider*-има треба омогућити да доказују да нису знали или морали знати да су у поседу повлашћене информације, те да је претпоставка ипак обориве природе. Повлашћена информација може да утиче на одлуку *insider*-а да тргује само ако је он и свестан њене природе. Да ли је онда подела на примарне и секундарне *insider*-е данас уопште прихватљива, и ако јесте који је њен смисао?

2. Примарни и секундарни *insider*

И данас актуелни термини примарни и секундарни *insider* нису експлицитно поменути нити једном Директивом Европске уније. Разграничење између те две категорије *insider*-а настало је на основу ИДД, према којој се као услов захтевало потпуно знање о чињеницама и за примарне и за секундарне *insider*-е. Даље, самом Директивом је била предвиђена могућност за државе да пропишу забрану сва три начина злоупотребе повлашћене информације и адекватне санкције и за секундарне *insider*-е, што неке нису учиниле (нпр. Немачка),²⁵ па је тада ова подела имала велики значај.²⁶

на тржишту вриједносних папира – нова еуропска смјерница и Закон о тржишту вриједносних папира“, *Зборник Правног факултета Свеучилишта у Загребу*, бр. 2/2004, стр. 760.

23 Упор. чл. 2 ст. 1 ИДД и чл. 2 ст. 1 МАД.

24 Вид. ст. 18 преамбуле МАД.

25 Вид. 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*, бр. 11–12/1999, стр. 498.

26 У британском праву тзв. *tippees*, који се сврставају у секундарне *insider*-е према класичној подели, наведени су у истом члану са примарним *insider*-има. Вид. Р. Davies, *нав. дело*, стр. 768. У аустријском праву експлицитно су се помињали тер-

Ако се некада и могло говорити да установљена подела на примарне и секундарне *insider*-е јесте доказ да у праву Европске уније није до краја напуштен фидуцијарни приступ,²⁷ данас то није случај, с обзиром на чињеницу да се у чл. 2 ст. 1 МАД, међу лицима која се обично сврставају у примарне *insider*-е, налази и лице које је до повлашћене информације дошло чињењем кривичног дела, као лице које не мора бити ни у каквој вези са компанијом. Употребљена техника таксативног набрајања јасно указује на напуштање фидуцијарног приступа. Конкретан изглед чл. 2 ст. 1 и чл. 4 МАД може бити и последица претходне регулативе у ИДД, где су две категорије *insider*-а биле јасно раздвојене, иако се та разлика хтела избрисати у МАД. Критеријум на основу којег је вршено разграничење био је начин доласка до повлашћене информације. Лица која су дошла до повлашћене информације непосредно, сврставана су у примарне *insider*-е, док су лица која су дошла посредно до повлашћене информације, тј. преко примарних *insider*-а, тзв. *tippees*, сврставана у секундарне *insider*-е.²⁸ Према ИДД знање примарних *insider*-а да поседују повлашћену информацију се претпоставља, али је према мишљењима неких аутора та претпоставка оборива.²⁹ Према МАД не тражи се као услов да је секундарни *insider* добио информацију која је потекла од примарног (извор информације није битан), што је раније био случај.³⁰ Дакле, критеријум поделе према вези са компанијом није прихватљив, али ни критеријум начина стицања повлашћене

мини примарни и секундарни *insider*. Вид. Richard C. H. Alexander, *Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation*, Aldershot, 2007, стр. 47.

27 Вид. С. Estevan-Quesada, *нав. чланак*, стр. 493.

28 *Ibid.*, стр. 493–495. Подела на корпоративне *insider*-е (енгл. *company insiders*) и на тзв. *tippees*, одговара подели *insider*-а на примарне и секундарне. Вид. К. Норт, *нав. чланак*, стр. 62.

29 Тако С. Бунчић, „Субјекти *insider dealing*-а и њихова одговорност у праву Републике Србије“, стр. 62. Постојање претпоставке, било обориве или необориве, није јасно предвиђено у МАД, али је оправдано предвиђање обориве претпоставке за примарне *insider*-е. Тако Е. Чулиновић-Херц, *нав. чланак*, стр. 760. О разликовању примарних и секундарних *insider*-а вид. и Сања Граић-Степановић, „Забрана злоупотребе поверљивих информација – *Insider dealing*“, *Право и привреда*, бр. 5–8/2000, стр. 498–499. У француском праву за примарне *insider*-е (примарни се називају *primaries* или правним – *initiés de droit*, секундарни – *secondaires* или фактичким – *initiés de fait*) се претпоставља да су имали повлашћену информацију. Вид. Philippe Merle, *Droit commercial – Société commerciales*, Paris, 1998, стр. 289.

30 Тако и Мијат Јоковић, *Правни аспекти забране коришћења повлашћених информација на тржиштима вредносних папира*, докторска дисертација, Београд, 2010, стр. 47. Проширени круг лица која спадају у примарне *insider*-е (додати су учиниоци кривичних дела), уз истовремено проширење дефиниције секундарних *insider*-а није било неопходно по мишљењу неких аутора. Тако Stefan Grundmann, Florian Möslein, *нав. дело*, стр. 460.

информације, тј. непосредни или посредни у буквалном смислу. Уколико прихватимо начин стицања повлашћене информације као критеријум (учинилац кривичног дела би се уклапао у примарне *insider*-е јер је непосредно стекао повлашћену информацију), поставља се питање зашто се у чл. 4 МАД не помиње да се ради о лицу које је од примарног *insider*-а добило повлашћену информацију. Веза са компанијом могла би се схватити у најширем смислу, као било какав додир са истом, макар због доступности необјављених аката компаније одређеном кругу лица (тако бисмо и судију могли довести у везу са компанијом). Посматрано из овог угла, подела губи на значају, јер нема у потпуности јасно исказаног критеријума. МАД изгледа има други циљ, а то је да лицима које смо сврстали у примарне *insider*-е отежа одбрану на суду, што је уједно и превентивна мера, у смислу одвраћања набројаних лица од злоупотребе повлашћених информација. Одговор лежи у различитом регулисању терета доказивања. Примарни *insider*-и (нпр. запослени, ревизори, јавни службеници, политичари итд.) су лица на која је пребачен терет доказивања. Примарни *insider*-и морају доказати да нису искористили повлашћену информацију. С друге стране, секундарни *insider*-и не сносе терет доказивања, већ тужилац мора доказати да су знали или морали знати да поседују повлашћену информацију. Према томе, једини критеријум поделе у праву Европске уније био би дакле терет доказивања у описаном смислу. Субјективни елемент помиње се само код секундарних *insider*-а, тј. поставља се као услов за одговорност да су знали или морали знати повлашћену информацију. Такав услов се експлицитно не предвиђа за примарне *insider*-е, али је према мишљењу неких аутора неопходан неки од облика кривице да би се сматрало да су искористили повлашћену информацију.³¹ У супротном би примарни *insider* био одговоран иако није знао или морао знати да је информација коју поседује повлашћеног карактера, тј. да би само поседовање повлашћене информације уколико лице располаже хартијама од вредности на које се та информација односи или покуша исто, у редовном току ствари значило да је искористио повлашћену информацију. Његова одбрана се мора састојати од чињеница које доказују да није искористио повлашћену информацију, тј. да није било узрочног односа између

31 Вид. нпр. Mathias M. Siems, „The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis“, *Law and Financial Markets Review*, бр. 2/2008, стр. 6-7 (број страна према електронској верзији доступној на интернет адреси: <http://ssrn.com/abstract=1066603>, 5.4.2011). Према поменутом аутору, разлика између примарних и секундарних *insider*-а огледа се у томе што би секундарни *insider* могао приговорити да није знао нити морао знати да поседује повлашћену информацију иако је *de facto* поседовао. Наиме, уколико се за неко лице зна да је имало свест о томе да је информација коју поседује повлашћена, одмах се такво лице сврстава у секундарне *insider*-е, што доводи до закључка да подела тада није релевантна. Вид. *Ibid.*, стр. 9 и 11.

поседовања повлашћене информације и располагања хартијама од вредности на које се та информација односила.³² Фактички, на примарном *insider*-у је терет доказивања да повлашћена информација није утицала на његову одлуку да купи или прода хартије од вредности на које се та информација односи.³³ Одбрана се може састојати у доказивању да није било добити, тј. да је његова одлука била економски неразумна јер је дошло до одговарајуће корекције цене, затим да је информисао другу страну, тј. открио јој повлашћену информацију, уколико је постојала ранија обавеза да се правни посао закључи итд.³⁴ Важно је додати да се грађанскоправна одговорност не помиње у МАД, већ само право држава чланица да пропишу кривичне санкције и обавеза да предвиде спровођење административних мера или административних санкција.³⁵ С друге стране, Директива се не може тумачити на различите начине у зависности од тога да ли се ради о грађанском, кривичном или управном поступку, већ увек једнако.³⁶

Ситуацију додатно компликује појам листе *insider*-а. Према чл. 5 ст. 1 и 2 Директиве бр. 2004/72 у вези са чл. 6 ст. 3 МАД, произлази да је свако лице које има приступ повлашћеној информацији *insider*, јер листа *insider*-а мора садржати сва лица која раде за компанију на основу уговора о раду или на другој основи, а имају приступ повлашћеним информацијама, те су у директној или индиректној вези са компанијом, према редовном стању ствари или повремено. Језичким тумачењем долазимо до закључка да су сва та лица *insider*-и, без обзира на стварно поседовање или свест о поседовању повлашћене информације. То даље може значити да није потребно доказивати да су заиста и поседовали повлашћену информацију, тј. да су знали или морали знати да је информација коју поседују повлашћеног карактера, јер се то претпоставља. Састављање листе *insider*-а се показало као тежак посао

32 Детаљније о узрочном односу вид. L. Klöhn, *нав. чланак*, стр. 14–15. Претпоставка се не односи на нека лица због специфичности ситуације или делатности, нпр. на тржишне снадбеваче (енгл. *market makers*), посреднике, случај преузимања итд. Вид. ст. 18, 29, 30, 31, 32, 33 преамбуле, чл. 2 ст. 3, чл. 3 (а), 7 и 8 МАД. Посебно о изузецима вид. М. Јоковић, *нав. дело*, стр. 91–95.

33 Тако и Jesper Lau Hansen, „What constitutes insider dealing? – The Advocate General’s opinion in Case C–45/08, Spector Photo Group“, *International and Comparative Corporate Law Journal*, бр. 2/2010, стр. 6 (број страна према електронској верзији доступној на интернет адреси: <http://ssrn.com/abstract=1566943>, 5.4.2011).

34 Вид. *Ibid.*, 11–13.

35 Вид. чл. 14 МАД. Вид. и М. Siems, *нав. чланак*, стр. 26. Посебно о имовинскоправном санкционисању вид. Н. Јовановић, „Где се „дену“ санкција за трговину упућеног?“, стр. 487–489.

36 Вид. одлуку у случају *Grøngaard and Bang* (Case C–384/02, *Grøngaard and Bang, Judgment of the Court of 22 November 2005*), пар. 28.

за адвокатске канцеларије, због широког круга лица која могу доћи у посед повлашћене информације (нпр. секретарица директора, чак и чистачица).³⁷ Одговор се не може наћи у тексту МАД, па је решење најбоље потражити у пракси Суда ЕУ.

IV Појам *insider*-а у пракси Суда ЕУ

Суд ЕУ се у досадашњој пракси бавио појмом *insider*-а и другим питањима у вези са институтом злоупотребе повлашћених информација. Најновији случај који се односи на тај институт је *Spector Photo Group* из 2009, када је Суд решавао претходно питање (енгл. *preliminary ruling*) према чл. 234 Уговора о оснивању Европске заједнице (сада је то чл. 267 Уговора о функционисању Европске уније).³⁸ *Spector Photo Group* (даље Спектор) је белгијско котирано акционарско друштво, које је у оквиру свог пословања предвидело да понуди својим запосленима опцијски програм за куповину акција (енгл. *stock option programme*). У циљу остварења програма, Спектор је планирао да првенствено употреби сопствене акције у ту сврху, али и да купи још акција на берзи уколико то буде потребно. Од 28. маја до 30. августа 2003. год. Спектор је купио 27.773 акција. Затим је 11. и 13. августа *Chris Van Raemdonck* дао два налога на основу којих је Спектор стекао 19.773 акције по просечној цени од 9,97 евра, док је цена опција приликом издавања била 10,45 евра. Након објављивања одређених информација о резултатима и политици вођења компаније (радило се о преузимању контроле над другом компанијом), цена акција је порасла, па је 31. децембра била 12,50 евра. Стиче се утисак да је куповина извршена на брзину, пре него ли цена акција порасте, да би Спектор избегао губитак у будућности због обавезе куповине сопствених акција.³⁹ Белгијска Комисија за банкарство, финансије и осигурање (*Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen*, даље БК) је квалификовала куповине на основу налога од 11. и 13. августа као злоупотребу повлашћених информација, те наложила Спектору да плати 80.000 евра, а *Van Raemdonck* 20.000 евра на име казне. Од Суда ЕУ затражено је да одговори на шест питања, од којих се два тичу појма *insider*-а. Да ли само поседовање повлашћене

37 Вид. Georg A. Frowein, „Inside German trading law“, *European Lawyer*, бр. 48/2005, стр. 12–13.

38 *Case C-45/08, Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), Judgment of the Court of 23 December 2009.*

39 Вид. мишљење правобраниоца у случају Спектор (*Opinion of Advocate General Kokkot delivered on 10 September 2009, Case C-45/08*), пар. 7–13.

информације, уколико примарни *insider*, тј. лице из чл. 2 ст. 1 МАД, купи или прода хартије од вредности на које се та информација односи значи да је искористио повлашћену информацију? Уколико је одговор негативан, да ли постоји претпоставка да је свесно донета одлука да се искористи повлашћена информација? Ако таква одлука не мора бити у писаном облику, да ли је неопходно да је видљива из околности које се не могу тумачити другачије, или је довољно да се те околности могу на тај начин протумачити?⁴⁰

Према мишљењу Суда субјективни елемент је намерно изостављен, те се намера претпоставља из више разлога. Први се огледа у чињеници да постоји однос поверења између примарних *insider*-а и издаваоца (Суд очигледно није узео у обзир учиниоце кривичних дела), затим да купац или продавац хартија од вредности доноси више одлука пре него се упусти у саму трговину, што значи да мора бити свестан својих поступака, и на крају да се мора сматрати да је повлашћена информација у начелу имала одлучујући утицај на одлуку *insider*-а да тргује уколико је исту поседовао. С друге стране, некада ни несумњиво постојање претходне одлуке није довољно да би се сматрало да је повлашћена информација искоришћена, јер нпр. понудилац не би смео започети процес преузимања контроле из разлога што би само извршење садржало повлашћену информацију.⁴¹ У својој одлуци, Суд се такође позива на интегритет финансијског тржишта Заједнице и појачање поверења инвеститора, што је и сврха МАД. Битно је напоменути да постојање претпоставке да је примарни *insider* искористио повлашћену информацију, не крши принцип презумпције невиности из чл. 6 ст. 2 Европске конвенције о заштити људских права и основних слобода из 1950. год. према наводима Суда. Да закључимо, у принципу постоји оборива претпоставка да је примарни *insider* искористио повлашћену информацију уколико купи или прода хартије од вредности на које се информација коју поседује односи.⁴²

Познати су још и случајеви *Georgakis*,⁴³ већ поменути *Grøngaard and Bang*, као и *Verdonck, Everaert and de Baedts*.⁴⁴ Последња два нису се тицала појма *insider*-а. У случају *Georgakis* постављено је питање

40 Последња два наведена питања су део једног истог. Вид. одлуку у случају Спектор, пар. 23.

41 Вид. одлуку у случају Спектор, пар. 60.

42 Вид. *Ibid.*, пар. 36, 38 и 54.

43 *Case C-391/04, Ipourgos Ikonimikon and Proistamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis, Judgment of the Court of 10 May 2007.*

44 *Case C-28/99, Jean Verdonck, Ronald Everaert and Édith de Baedts, Judgment of the Court of 3 May 2001.*

квалификације информације као повлашћене, а самим тим посредно и квалификације имаоца исте као *insider*-а.⁴⁵ Суд је закључио да већински акционари и чланови управе компаније поседују повлашћену информацију коју нису искористили уколико тргују међу собом у циљу вештачког повећања цене акција.⁴⁶ Повлашћена информација односи се на одлуку да тргују акцијама компаније, чија је сврха позната само тим лицима. Уговорне стране из свих извршених трансакција су биле у поседу повлашћене информације, чиме она за њих саме губи привилеговани карактер, па тиме и није могла бити искоришћена, односно злоупотребљена. То би значило да у међусобном односу, они нису третирани као *insider*-и, јер су исти и дефинисани као имаоци такве информације.

V Закључак

Појам *insider*-а у праву Европске уније изазива многе дилеме. Основни разлог је што је дефинисан посредно, преко повлашћене информације. У таквој ситуацији, намеће се питање адекватности самог термина, имајући у виду чињеницу да свако може доћи у посед повлашћене информације и постати *insider*. Дакле, свако лице је потенцијални *insider*. Првобитни смисао концепта *insider*-а огледао се у вези лица са компанијом, на основу које је оно могло лакше од других доћи до повлашћене информације. Стога је оправдано у неку руку отежати њихов положај, што би их свакако одвратило од злоупотребе повлашћене информације коју поседују.

Ситуација се додатно компликује када се дода да је у чл. 6 ст. 3 МАД предвиђена обавеза издаваоца или лица које поступа у његово име или за његов рачун да састави листу лица које раде за компанију на основу уговора о раду или на другој основи, а која имају приступ повлашћеним информацијама, те да се та листа у Директиви бр. 72/2004 назива листа *insider*-а. У чл. 5 те Директиве појашњава се да су то лица која су у посредној или непосредној вези са издаваоцем, редовно или

45 *Georgakis* и чланови његове породице били су већински акционари компаније *Parnassos* и њене филијале *Syrios AVEE*, док су *Parnassos* и *Syrios AVEE* били већински акционари компаније *АТЕМКЕ*. Већина чланова породице били су и чланови управе *Parnassos*-а и *АТЕМКЕ*-а. На основу препоруке финансијских саветника одлучили су да изврше више трансакција у циљу повећања цене акција компаније *Parnassos*. Акције *Parnassos*-а и *АТЕМКЕ*-а куповали су и продавали између себе, *Parnassos*-а и страног инвеститора.

46 Таква пракса позната је под називом „бојање писаће траке“ (енгл. *painting the tape*). Вид. мишљење правобраниоца у случају *Georgakis* (*Opinion of Advocate General Mengozzi delivered on 26 October 2006, Case–391/04*), пар. 47.

повремено. На основу језичког тумачења произилази да су сва поменута лица *insider*-и, без обзира да ли заиста и поседују повлашћену информацију, и без обзира на то да ли су свесна њеног привилегованог карактера уколико је поседују.

Посебно осетљиво питање је сврсисходност поделе *insider*-а на примарне и секундарне, као и недефинисаност критеријума на основу ког је подела извршена. Непомињање субјективног елемента у чл. 2 ст. 1 као предуслова за одговорност лица која се редовно сврставају у примарне *insider*-е дала је повода за дебату о (не)постојању претпоставке да су та лица искористила повлашћену информацију самим поседовањем такве информације и располагањем хартијама од вредности док су поседовала повлашћену информацију, као и о њеној природи. С друге стране, више се као услов не тражи да су секундарни *insider*-и дошли до повлашћене информације преко примарних *insider*-а. Заједно са лицима која се редовно сврставају у примарне *insider*-е набројани су и учиниоци кривичних дела, који не морају бити ни у каквој вези са компанијом. Можемо закључити да критеријум поделе на примарне и секундарне *insider*-е није веза са компанијом, нити начин доласка до информације. Учиниоци кривичних дела би да нису таксативно набројани заједно са осталим примарним *insider*-има спадали у категорију секундарних, јер се не тражи као услов да су стекли информацију од примарних. Критеријум разврставања је терет доказивања. Тако би терет доказивања сносили примарни *insider*-и, тј. традиционални корпоративни *insider*-а, лица која на основу запослења, професије или вршења дужности имају приступ повлашћеним информацијама и учиниоци кривичних дела, јер постоји оборива претпоставка да су искористили повлашћену информацију уколико су исту поседовали и трговали хартијама од вредности на које се та информација односи. Секундарни *insider*-и не сnose терет доказивања. Даље се може закључити да постоји оборива претпоставка да су примарни *insider*-и знали или морали знати да су у поседу повлашћене информације, што опет није случај код секундарних *insider*-а.

Посебну улогу у расветљавању појма *insider*-а одиграо је Суд ЕУ. У случају Сектор Суд је потврдио да у начелу постоји оборива претпоставка да су лица из чл. 2 ст. 1 искористила повлашћену информацију уколико су била у поседу исте и трговала или покушала да тргују хартијама од вредности и другим финансијским инструментима на које се та информација односи, за свој или туђи рачун, директно или индиректно. Према наводима Суда претпоставка постоји у начелу, а не увек, јер постоје изузеци од правила који се односе на нпр. тржишне снабдеваче, посреднике и др.

Jelena LEPETIĆ

Junior Faculty Member at the Faculty of Law, University of Belgrade

ABOUT THE CONCEPT OF INSIDER IN THE EUROPEAN UNION LAW

Summary

This paper indicates current problems in defining the concept of insider in the European Union law. In the Market Abuse Directive insider is indirectly defined through the concept of inside information. There is no clear distinction between primary and secondary insiders in the Directive, and it is also required drawing up a list of insiders, which created significant problems in practice. The author tries to find an answer to the question whether there is a presumption that a primary insider used inside information he possessed by acquiring or disposing of financial instruments to which that information relates, or if he only tried to perform the said, as well as what is the nature of that presumption if it exists. The author also tries to resolve the problem of the criteria for classification on primary and secondary insiders. When analyzing, cases of the Court of Justice of the European Union are particularly taken into account.

Key words: *insider, lists of insiders, inside information, Market Abuse Directive, ECJ cases.*