

др *Мијаи* ЈОЦОВИЋ

Економски факултет Подгорица, Универзитет Црне Горе

ПРЕВЕНТИВНИ МЕХАНИЗМИ СПРЕЧАВАЊА УЧЕСТАЛОСТИ ИНСАЈДЕРСКЕ ТРГОВИНЕ

Резиме

У овом чланку аутор је анализирао правне институције и радње којима се у уредном праву сиречава наситанак злоуитребе ивлаштених информација. Међу њима истоје двије групе. Први су правни институцији који не служе само сиречавању инсајдерске трговине већ својим истојањем остварују бројне циљеве. Други институцији су настали са једним циљем – сиречавања учесталости инсајдерске трговине. Сиварани су у ироитклим деценијама да би се сирејечила учесталост инсајдерске трговине и избјеили судски иституцији у којима инсајдери често иролазе без санкције. У ову групу садају листи инсајдера, обавјештавање јавности о иосједовању ивлаштене информације, реитирација ирансакција са вриједносним иаирима од сиране иојединих инсајдера и сл. Након њиховој иреиледа и анализе, аутор у закључку износи сивав да ће ефикасност иревентивних мјера у Србији и Црној Гори, након усаилашавања са европским правом, зависити од неколико фактора: капацитети реулаитора иржиити вриједносних иаира да ефикасно имилемитира иоједине иревентивне мјере које иредвиђа европско право; унаиређења сарадње између реулаитора иржиити вриједносних иаира и осталих институцији на иржиитиу; доститнутој сиейена развоја команијској ирава; доститнутој сиейена развоја финансијској иржиити као и од свитити емитити о шитити иоследицама које може да им ироузрокује инсајдерска трговина вриједносним иаирима које емитиују.

Кључне речи: инсајдерска трговина, ивлаштена информација, листи инсајдера, иревентивне мере.

I Уводне напомене

Учестале злоупотребе инсајдерских информација уз милионске штете бројних улагача (односно профите инсајдера), уздрмале су поузданост тржишта вриједносних папира. Регулисање и санкционисање института инсајдерске трговине различитим правним изворима представља одговор на очигледну опасност коју је створила инсајдерска трговина. Држава, берзе и емитенти вриједносних папира у највећем броју земаља постали су свјесни да спречавање учесталости овог понашања доприноси повећању повјерења јавности у функционисање финансијског тржишта и ствара услове да постане правичније, транспарентније и ефикасније.

Први облик спречавања инсајдерске трговине налази се у стварању широке лезе правних механизма који ће спречавати инсајдере да злоупотребљавају повлашћене информације. Међу њима постоје двије групе. Први су правни институти који не служе само спречавању инсајдерске трговине већ својим постојањем остварују бројне циљеве. Такви су на примјер институти обавјештавања јавности о пословним резултатима емитента или фидуцијарне обавезе чланова одбора директора. Други институти су настали са једним циљем – спречавања учесталости инсајдерске трговине. Стварани су у протеклим деценијама да би се спријечила учесталост инсајдерске трговине и избјегли судски поступци у којима инсајдери често пролазе без санкције. У ову групу спадају листа инсајдера, обавјештавање јавности о посједовању повлашћене информације, регистрација трансакција са вриједносним папирима од стране појединих инсајдера и сл. Без обзира на чињеницу што се развијају механизми за спречавање инсајдерске трговине, њихово инкорпорирање у законодавство, а затим и примјена, зависе од става државе према рјешавању овог института. Реторичка активност, односно залагање „свим средствима“ за заштиту интегритета тржишта је врло опасна, због чињенице да инвеститори брзо долазе до сазнања о злоупотребама и њиховом некажњавању. Због тога данас постоје тржишта односно државе које су заробљене инсајдерским трговцима. Повећање броја правних механизма која служе спречавању инсајдерске трговине представља одговор законодавца на учесталост овог понашања у последњим деценијама.

На нивоу Европске уније област превентивних правних института није на задовољавајућем нивоу регулисана, па ће у будућем периоду овом проблему бити посвећена значајнија пажња. Главно питање које ће захтијевати јасан став и одговор је да ли превентивни механизми стварно доприносе спречавању злоупотреба у пракси или повећавају трошкове и обавезе регулатора. У првом прегледу примјене режима тржишних

злоупотреба из 2007. године у земљама чланицама препознаје се значај Директиве о тржишним злоупотребама из 2003. године за будућност финансијског тржишта, али се и указује на нужности њене промјене у будућности. Међу набројаним недостацима, већ тада су уочени неки превентивни механизми – регулисање листе инсајдера, објелодањивање повлашћене информације, питање одлагања објелодањивања повлашће информације и сл.¹ Без сумње, Директивом о злоупотреби тржишта створен је правни оквир који је уједначио правила у области злоупотребе повлашћених информација и манипулације тржиштем у оквиру Европске уније. Ипак, новом групом прописа чије усвајање је иницирала Европска комисија идентификују се слабости у примјени директиве које су се показале у пракси. Према предлогу Европске комисије, постојећа директива ће бити замијењена Уредбом, док ће бити усвојена и нова директива о кривичном санкционисању инсајдерске трговине.² Измијењени режим тржишних злоупотреба односиће се на следеће области: 1. проширење тржишта на које се односе злоупотребе; 2. злоупотребе у току емисије вриједносних папира; 3. санкционисање покушаја тржишних злоупотреба; 4. проширење предмета забране; 5. побољшање у области примјене правила – јачање овлашћења органа надлежних за примјену правила; као и на 6. проширење обавезе објављивања повлашћене информације.³ Без обзира на промјене које ће на нивоу Европске уније наступити у односу на институт инсајдерске трговине, на националном нивоу је неопходно обезбиједити одговарајућу правну

1 Недостаци су препознати у следећим областима: 1. недостатак хармонизације у погледу надзора над примјеном правила у земљама чланицама; 2. питање гласина и састанака инвеститора и осталих носилаца интереса; 3. питање листе инсајдера – није јасна сврха института и у будућем периоду га треба учинити ефикаснијим; 4. дефиниција директиве о погледу робних деривата (енгл. *commodity derivatives*); 5. дефиниција повлашћене информације и обавезе да се објављује јавно. Такође, земље чланице нијесу у пуној мјери ускладиле своја законодавства са Директивом о тржишном злоупотребама из 2003. године. На примјер, различити су приступи у дозвољавању кашњења у објављивању повлашће информације или мјере одбране инсајдера у поступку. Видјети: ESME Report, Market Abuse EU Legal Framework and Its Implementation by Member States: a First Evaluation, 2007, доступно на адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf.

2 О предлогу нове директиве о кривичном санкционисању инсајдерске трговине видјети детаљније: European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation, доступно на интернет адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm.

3 О промјени у приступу регулисању тржишних злоупотреба на нивоу Европске уније видјети детаљније: European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Trading and Market Manipulation, Brussels, 2011, доступно на интернет адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf.

основу која ће допринијети смањивању учесталости злоупотреба у пракси. У праву Србије и ранији Закон о тржишту хартија од вриједности и других финансијских инструмената (*Службени гласник РС*, бр. 47/06, у даљем тексту ЗТХОВ) био је у значајној мјери усаглашен са европским правом у овој области. Ипак, нови Закон о тржишту капитала (*Сл. гласник РС*, бр. 31/2011, у даљем тексту ЗТК) је унаприједио значајан број питања у овој области путем увођења нових или детаљнијој регулативом постојећих правних института.

II Институционалне превентивне мере

Институционалне превентивне мјере представљају скуп различитих облика активности које спроводе институције које имају директан или индиректан утицај на тржиште вриједносних папира. Ове активности се спроводе од стране различитих правних субјеката и на различите начине. С обзиром на институције које стварају превентивне мјере, могу се разликовати активности које спроводи држава, берзе и остали учесници на тржишту. Без обзира на субјекте који их стварају, превентивне мјере се јављају у неколико заједничких облика. Први облик превенције инсајдерске трговине су надзорне активности. Други облик је усвајање одговарајућих правних правила којима се спречава инсајдерска трговина. На крају, постоје и едукативне превентивне мјере које су усмјерене на стварање свијести о штетним последицама инсајдерске трговине.

1. Улога државних органа у спречавању инсајдерске трговине

Доминантно рјешење у упоредном праву је да држава своју улогу на тржишту вриједносних папира остварује путем посебног органа чија је дјелатност надзор над трговином вриједносних папира. Управо је спречавање инсајдерске трговине и осталих облика злоупотреба на тржишту био један од главних разлога за успостављање надзора над учесницима који је први пут створен у америчком праву након доношења Закона о вриједносним папирима из 1933. године. Утицај комисије на спречавање случајева инсајдерске трговине врши се путем нормативне, надзорне и дисциплинске улоге овог органа. Вршећи надзор над учесницима на тржишту вриједносних папира, комисија долази до сазнања о постојању случајева злоупотреба. У земљама ЕУ је прихваћено правило да без обзира на надлежности правосудних органа, регулатор тржишта вриједносних папира мора да има надзорна и истражна овлашћења у случајевима инсајдерске трговине.⁴ Такође, на одлуке регулатора мора постојати право жалбе.

4 Видјети: чл. 12 ст. 1 Директиве о злоупотреби тржишта.

Да би дошли до сазнања о постојању инсајдерске трговине, регулатори тржишта вриједносних папира у упоредном праву имају овлашћења да траже достављање одговарајућих података и објашњења од лица за која постоји сумња да су умијешана у конкретан случај инсајдерске трговине. У многим земљама регулатори имају овлашћење да затраже свједочење и затраже достављање докумената од било којег лица, док у неким имају овлашћења чак и да замрзну имовину емитента. Ипак, у највећем броју земаља њихова овлашћења су ограничена и свакако се не односе на прислушкивање телефона и вршење сличних активности.⁵

Широка овлашћења регулатора приликом вршења истражних радњи налазе се у енглеском праву. Најзначајније одредбе које се односе на овлашћења вршења истражних радњи налазе се у одјелку 168 Закона о финансијским услугама и тржиштима (енгл. *Financial Services and Markets Act*; даље у фуснотама ФСМА) из 2000. године. Оне дају овлашћење Влади за финансијске услуге (енгл. *Financial services authority*) да именује инспектора који ће истраживати сумњиве трансакције. Одбијање сарадње у оваквим случајевима може да проузрокује оштру санкцију судова. Најбоља илустрација за примјену наведеног правила је случај *Re an Enquiry under Insider Dealing Act (1988) AC 660*, у којем је новинар листа које се бавио финансијским темама кажњен, јер је одбио да објелодани извор информације који му је послужио за писање чланка.⁶

5 Интересантно је да у појединим земљама регулатор може имати утицај на вођење кривичног поступка, иако нема овлашћење да га покреће, на примјер у Пољској, регулатор има статус *ошћегене сйране*, што му даје могућност да на суду износи додатне доказе и да има приступ евиденцији о току поступка.

6 У овом случају дошло је до драматичног заплета приликом тумачења од стране суда чињенице да је одбијање једног лица да сарађује у процесу истраге случаја инсајдерске трговине било кршење закона. Поступак је покренуо истражни инспектор приликом покушаја да открије тобожње инсајдере у енглеској монополској комисији. Истраживање је иницирано поводом одавања информација о понуди за преузимање одређене компаније. У току поступка, инспектори су дошли до сазнања да помоћ у откривању инсајдера могу да добију од новинара листа *The Independent, Jeremy Warner*-а. Ипак, он је одбио да одговора на њихова питања са образложењем да није спреман да ода информације које посједује, јер би након тога био идентификован извор информација. Поступајући по наводима инспектора, судија *J. Hoffmann* је одлучио да је јавни интерес који се огледа у потреби новинара да заштити интерес извора информације у овом случају преовладао у односу на одредбе одјелка 177 Закона о финансијским услугама из 1986. године, јер није утврђено да би објелодањивање информација било довољно за спречавање дјела. Због тога је новинар имао оправдан разлог када је одбио захтјеве инспектора. Виши суд није прихватио овакво образложење. Кључно питање, према становишту овог суда, је да ли би објелодањивање помогло спречавању дјела. Исправан приступ овом случају је да је објелодањивање било неопходно, јер би инспекторима обезбиједило значајну помоћ у обављању њихових радњи. На основу наведеног, суд је закључио

У праву Србије надлежни регулатор тржишта вриједносних папира има широка овлашћења када је у питању спречавање инсајдерске трговине. Новим Законом о тржишту капитала у значајној мјери су ојачане надзорне активности регулатора у односу на инсајдерску трговину и остале облике тржишних злоупотреба. Она се могу подијелити на она која се директно односе на овај институт и она која се посредно могу примјенити на инсајдерску трговину. Мјере које се директно односе на инсајдерску трговину су: овлашћење регулатора да захтијева приступ документима, али и да размјењује податке, укључујући и записе телефонских позива;⁷ овлашћење да позива на саслушање као и овлашћење изрицања надзорних мјера.⁸

2. Улога берзи у спречавању инсајдерске трговине

Док државни регулатор врши контролу пословања свих учесника на тржишту, укључујући и берзе, за превенцију инсајдерске трговине важна је и улога берзи. Логично је да берза покушава да спречи злоупотребе. На тај начин обезбјеђује се повјерење улагача, јер би се у супротном повукли са тржишта. По својој природи овај облик превенције је ограниченог карактера, јер се односи на чланове берзе и њене органе. Берзанским правилима обично се регулишу облици надзора и санкције над учесницима у берзанској трговини у случајевима злоупотреба повлашћених информација. Улога берзи у спречавању инсајдерске трговине првенствено се остварује кроз надзор над трговином вриједносним папирима које организује. Берза има право да у случајевима када уочи постојање злоупотреба, забрани закључење посла. На крају, можда и најзначајнија улога берзи је да након идентификације сумњивих трансакција са вриједносним папирима обавијести надлежног регулатора о постојању злоупотреба или да у случајевима када је инсајдерска трговина кривично дјело, обавијести надлежног тужиоца.

да је новинар био у обавези да достави тражене информације. Суд је казнио *Warner*-а новчаном казном у износу од 20.000 фунти. Видјети детаљније о наведеном случају: Eric Barendt, Lesley Hitchens, *Media Law – Cases and Materials*, London, 2000, стр. 377.

7 Видјети: чл. 93 ст. 3 тач. 1 и 2 ЗТК.

8 Закон уводи следеће надзорне мјере: налагање престанка даљег поступања; опомена; обустава трговине финансијским инструментом; налагање Централном регистру привремену обуставу клиринга и салдирања; предлагање надлежном органу доношења забране располагања имовином, одузимање предмета и имовинске користи, као и друге мере када је то применљиво; привремена забрана обављање професионалне делатности субјектима надзора. Видјети: чл. 93 ст. 4 ЗТК.

III Обелодањивање информација

Постоји чврста повезаност између инсајдерске трговине и обавезе објелодањивања информација о резултатима пословања акционарских друштава. Могућности за злоупотребе инсајдерских информација ће бити веће, ако компаније пропуштају да благовремено обавјештавају јавност о информацијама које могу да утичу на цијену њених вриједносних папира. Због тога се обавеза објелодањивања информација сматра једним од облика превенције инсајдерске трговине.⁹

Ефикасност процеса објављивања информација прије свега се мјери брзином, односно временом које је потребно да информација дође до корисника. У односу на инсајдерску трговину брзим објелодањивањем информација скраћује се вријеме у којем одређени инсајдери држе повлашћену информацију, што смањује ризик од потенцијалних злоупотреба.¹⁰ Механизми објелодањивања информација који служе као превентивно средство у борби против инсајдерске трговине су: објелодањивање информација приликом прве емисије вриједносних папира;¹¹ континуирано објелодањивање информација; обавјештавање о стицању значајног капитал учешћа у емитенту; обавјештавање емитента о постојању инсајдерске информације; објелодањивање листе инсајдера.

IV Листа инсајдера

Листа инсајдера представља правни институт путем којег надлежни регулатор контролише активности лица која имају статус инсајдера у одређеном емитенту путем вођења евиденције. Листу инсајдера саставља емитент вриједносних папира, чува је код себе одређен временски период и доставља је надлежном регулатору тржишта на његов захтјев. У европском праву институт листе инсајдера уведен је усвајањем Директиве о злоупотреби тржишта, а његови коријени се налазе у праву САД.¹² Без

9 О односу између инсајдерске трговине и обавезе објелодањивања информација детаљније видјети: René M. Stulz, „Securities Laws, Disclosure, and National Capital Markets in the Age of Financial Globalization“, *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, No. 217, Brussels, 2008.

10 Видјети: E. Ferran, *Insider Trading and Public Disclosure*, Cambridge, 1988, стр. 155–162.

11 Сама одлука о емисији вриједносних папира по својој природи може да представља повлашћену информацију, па се лица која због природе посла учествују у припремању емисије морају сматрати инсајдерима.

12 На основу Закона о трговини вриједносним папирима САД из 1934. године, сва лица која имају статус директора стичу статус инсајдера у евиденцији регулатора

сумње, овај правни институт је настао као директан одговор на учеста-
ност инсајдерске трговине у европском праву. Директивом се од земаља
чланица захтијева да у национална законодавства унесу обавезе да еми-
тенти вриједносних папира креирају листе лица која за њих обављају
послове, да их одржавају и прослеђују надлежном регулатору.¹³ Ипак,
примјена овог института у пракси може да буде проблематична. Прво,
на овај начин не могу да буду обухваћена сва лица која имају статус
инсајдера. Друго, чини се да се на овај начин само увећавају трошкови
регулатора и обавезе емитената, и скреће пажња са кључног проблема
инсајдерске трговине у европским земљама.

Енглеска је прва од европских земаља усвојила овај правни инсти-
тут. Емитент чије су хартије примљене у трговину (или је у току захтјев
за њихов пријем) мора саставити и одржавати листу инсајдера.¹⁴ Ли-
ста инсајдера мора постојати и за лица која дјелују у име или за рачун
емитента и емитент је одговоран за њено одржавање. На захтјев Вла-
сти за финансијске услуге, емитент је дужан да достави наведене листе
инсајдера, а обавеза њиховог чувања постоји најмање пет година. Ин-
ститут листе инсајдера познаје и бугарско законодавство. У члану 15 (1)
Закона о мјерама против злоупотребе тржишта из октобра 2006. године
(даље у фуснотама: БЗПЗТ) прописује се да је емитент финансијских
инструмената којима се тргује на берзи у обавези да састави и одржава
листу особа које раде за њега по основу уговора о раду или неког
другог уговора или имају сталан или тренутан приступ инсајдерским
информацијама, које се директно или индиректно односе на емитента.¹⁵
У праву Црне Горе не постоји овај правни институт.

У позитивном праву Србије овај институт је уведен ранијим Зако-
ном о тржишту хартија од вриједности и других финансијских инстру-

тржишта. Тада морају дати изјаву о власништву над вриједносним папирима еми-
тента ако их поседују. Након тога дужна су да у року од 10 дана попуне тзв. Обра-
зац 3, без обзира на то да ли су у међувремену стекли вриједносне папире. Такође,
до десетог у мјесецу морају пријавити све значајније трансакције са вриједносним
папирима емитента (Образац 4).

13 Видјети: чл. 6 ст. 3 Директиве о злоупотреби тржишта.

14 Видјети: S. Mayson, D. French, L.C. Ryan, *Myson, French & Ryan on Company Law*,
Oxford, 2006, стр. 330.

15 Листа инсајдера коју је емитент дужан да састави мора се одржавати у смислу
промјене ситуације унутар емитента због које би одређена лица требало укључити
у листу инсајдера. У случају да одређена лица која се налазе на листи инсајдера
немају више приступ инсајдерским информацијама, неопходно их је избрисати и
тачно означити датум од када немају приступ информацијама. Листа инсајдера,
као минимум свог садржаја, мора имати следеће податке: а) пуно име и презиме
лица које има приступ инсајдерским информацијама; б) разлог због којег се лице
налази на листи; в) датум када је листа инсајдера формирана и када је ажурирана.
Видјети: БЗПЗТ чл. 15 (2).

мената.¹⁶ Нови закон детаљно регулише овај правни институт у погледу обавезника примјене (издавалац или лице које дјелује у име и за рачун издаваоца), његових обавеза (састављање, ажурирање, обавјештавање, чување), лица која имају статус инсајдера као и података који се достављају регулатору о односу на ова лица. Обавезу састављања листе инсајдера има издавалац или лице које делује у име или за рачун издаваоца. Листу инсајдера чине лица која су на основу уговора о раду или на неки други начин запослена код издаваоца и која која имају редовно или повремено приступ инсајдерским информацијама.¹⁷ Поред обавезе састављана списка лица која имају инсајдерске информације издавалац или лице које делује у име или за рачун издаваоца дужно је да редовно ажурира списак тих лица и да га доставља регулатору тржишта на његов захтјев, као и да га чува најмање пет година након што је састављен и ажуриран.¹⁸ На крају, у Закону постоји и обавеза обавјештавања лица која се налазе на списку са њиховим дужностима и санкцијама у случају злоупотреба инсајдерских информација.¹⁹

V Регистрација трансакција које изврше особе које управљају компанијом

У правној и економској теорији се сматра да би проблеми корпоративног управљања могли да буду ријешени, или сведени на мању мјеру, ако би директори и остала лица која управљају емитентом постали власници капитала. То значи да лица која управљају компанијом нијесу лишена права да купују или продају вриједносне папире.²⁰ Ипак, за разлику од осталих учесника на тржишту, за њих важе посебна правила. У европском праву директори и лица која су одговорна за управљање компанијом која је емитовала вриједносне папире су обавезни да региструју сваку трговину за сопствени рачун акцијама, дериватима и

16 Видјети: чл. 72. ст. 2, 3, 4, 5 ЗТХОВ.

17 Чл. 83 ст. 1 ЗТК.

18 Чл. 83 ст. 2 ЗТК.

19 Чл. 83 ст. 5 ЗТК.

20 Након усвајања инсајдерске регулативе, ово питање је постало спорно у Њемачкој. Наиме, бројни експерти и инвестициона јавност су сматрали да је, са обавезом објелодањивања повлашћене информације и пријављивања трансакција које врши менаџери вриједносним папирима емитента, пракса стицања власништва од стране менаџмента постала немогућа. Тако је током 1994. године њемачка берза јавно позвала компанијске инсајдере да се уздрже од куповине вриједносних папира емитента. Видјети: G. Duffey, U. Hommel, „Financing the German Mittelstand“, у: W. Müller, M. Bihn (editors), *Structure and Dynamics of the German Mittelstand*, Berlin, 1999, стр. 202.

другим финансијским инструментима емитента.²¹ Земље чланице су, према директиви, обавезне да осигурају јавни приступ информацијама које се односе на такве трансакције. Ипак, њихово прецизности одређене је изостало, па се користи правни стандард – лица која обављају руководеће функције у емитенту. У енглеском праву регистрација мора бити извршена у писаној форми и у року од четири радна дана од њене реализације. Особе у компанији за које постоји обавеза да објављују информације су познате као *PDMRs* (енгл. „*persons discharging managerial responsibilities*“).²² Према Закону о финансијским услугама и тржиштима из 2000., у ту групу спадају: а) директори компаније; б) чланови органа управљања који имају регуларан приступ директно или индиректно повлашћеним информацијама или имају власт да доносе одлуке којима се управља компанијом и утиче на њен будући развој.²³ Потпуна хармонизација са европским правом и у овој области може се наћи у бугарском праву. Лица која обављају функције управљања у емитенту, као и лица која су блиско повезана са њима, у обавези су да у писаној форми обавијесте регулатора о трансакцијама које су за свој рачун закључила са акцијама емитента на тржишту хартија од вриједности у року од пет дана од закључења трансакције.²⁴ У праву Црне Горе не постоји ни овај институт спречавања инсајдерске трговине.

У позитивном праву Србије и овај правни институт је детаљно регулисан новим законом. Прво, у односу на лица која обављају дужност руководиоца не користи се правни стандард већ су прецизно набројана.²⁵ Друго, круг наведених лица је широк, па не постоји сметња

21 „Особе које обављају руководеће функције код емитента финансијског инструмента, и када је потребно, особе које су тијесно повезане са њима морају барем обавјештавати овлашћени орган о трансакцијама које се односе на акције емитента које су извршили за свој рачун или о трансакцијама које се односе на деривате и друге финансијске инструменте повезане са њима.“ Чл. 6 ст. 4 Директиве о злоупотреби тржишта.

22 Видјети: S. Mayson, D. French, L. C. Ryan, *нав. дело*, стр. 330.

23 Видјети: ФСМА, с 96 В (1).

24 Обавјештење, као минимум садржаја, мора имати следеће податке: 1) пуно име и презиме лица која обавља функције управљања у емитенту или лица које је са њим у блиској вези; 2) разлоге за нотификацију трансакције; 3) пуно пословно име емитента; 4) природа извршене трансакције (куповина или продаја финансијских инструмената); 5) назив финансијског инструмента којим се трговало; 6) вријеме и мјесто извршења трансакције; 7) цијене и број финансијских инструмената којима је лице располагало. Наведена обавеза се не примјењује ако cjелокупни износ трансакција које изврши лице обавезно да изврши пријаву не превазилази 5.000 БГН у једној календарској години. Видјети: чл. 16 (2) и (3) БЗПЗТ.

25 То су члан управног или надзорног органа издаваоца, извршни руководилац али и лице које није члан управног или надзорног органа, али има редован приступ инсајдерским информацијама, као и могућност доношења одлука које могу утица-

да значајан број лица не буду обавезници примјене ове правне норме. Треће, обавезници примјене су и лица која су са њима повезана (брачни друг, лице које он издржава, друга лица која су са тим лицем живела у заједници најмање годину дана пре дана извршења трансакције).²⁶ Четврто, обавеза пријављивања трансакције постоји само према регулатору тржишта.

VI Обавеза објављивања повлашћене информације

Обавеза емитента да у најкраћем року обавијести јавност о постојању повлашћене информације у европско право је инкорпорирана усвајањем Директиве о злоупотреби тржишта.²⁷ У директиви другог нивоа детаљније су одређени облици објелодањивања повлашћених информација и обавезе које имају земље чланице приликом имплементације овог института.²⁸ Државе чланице су обавезне да

ти на будући развој догађаја и пословне изгледе овог издаваоца. Видјети: чл. 84 ст. 1 тач. 1 и 2 ЗТК.

- 26 Повезано лице је и правно лице којим управља лице које обавља дужности руководиоца, лице које он директно или индиректно контролише, које је основано ради његове користи, као и лице чији је економски интерес значајно сличан интересу тог руководиоца. Видјети: чл. 84 ст. 2 ЗТК.
- 27 „Државе чланице треба да обезбиједи да емитенти финансијских инструмената обавјештавају јавност у што краћем року о повлашћеним информацијама које се на њих односе.“ Чл. 6 ст. 1 Директиве о злоупотреби тржишта.
- 28 У енглеском праву ова област је регулисана на најпотпунији начин. Емитент чији су вриједносни папири примљени на тржиште (или је у току процедура пријема, након формалне предаје захтјева за пријем) мора регистровати регулатору у најкраћем року било коју повлашћену информацију која се директно односи на њега. Следећег радног дана таква информација мора бити постављена на сајту емитента (ако постоји) и остати тамо најмање годину дана. Такође, емитент може одложити обавезу јавног објављивања одређених информација, ако би њихово објављивање угрозило интересе емитента. Примјери када објављивање може да угрози интерес емитента могу да буду преговори који могу бити угрожени објављивањем детаљнијих информација и одлуке које захтијевају повјерљивост. Емитент који се суочава са неочекиваним и значајним догађајем може одложити објављивање у кратком року, ако је оно неопходно да би се разјаснила настала ситуација, али је дужан да затражи прекид трговине у случају да постоји опасност да ће инсајдерска информација процурети прије објављивања чињеница и потврђивања њиховог значаја. Наведена обавеза произилази из документа са називом *Disclosure Rules and Transparency Rules Sourcebook* (DTR), а налази се у приручнику ФСА (FSA Handbook). Такође, обавеза објављивања је саставни дио ФСМА 2000 (s 73 A). ФСА има овлашћење да суспендује трговину хартија од вриједности емитента ако нијесу усаглашени са правилима DTR (FSAMA 2000, s 91; DTR 1.5.3 G). Такође, има право изрицања новчаних санкција према сваком лицу које прекрши обавезу објелодањивања информација и може именовати инспектора у случају сумње кршења наведене обавезе (s 97 FSAMA 2000).

спроведу неколико радњи како би обезбиједиле да наведени институт оствари сврху свог постојања. Прво, јавно објелодањивање повлашћене информације од стране инсајдера мора да буде извршено на начин који даје могућност брзог и комплетног приступа таквој информацији. Друго, потребно је обезбиједити да емитент не комбинује, на начин којим се код улагача ствара заблуда, наведену обавезу са својим маркетиншким активностима. Треће, државе чланице морају да обезбиједе механизме да се повлашћене информације објављују на интернет страници емитента. Четврто, било која значајна промјена, која се односи на већ објављене информације, неопходно је да буде јавно објављена одмах након наступања.²⁹

1. Могућност самоиницијативног одлагања објављивања повлашћене информације

У неким случајевима може да дође до супротстављања два захтјева: обавеза јавног објелодањивања повлашћене информације може да угрози економске интересе емитента. Поједностављено питање могло би да гласи: да ли су интереси емитента важнији од права улагача на информисање о повлашћеним информацијама? Ипак, неки пословни догађаји због своје природе захтијевају извјестан степен тајности. У тим ситуацијама неопходно је дозволити емитенту вриједносних папира да одложи објављивање повлашћених информација под условом да не постоји могућност да такво одлагање доведе у заблуду инвестициону јавност и ако може да обезбиједи тајност такве информације. У европском праву постоје прецизно одређени догађаји који се могу сматрати разлозима за законито одлагање објављивања повлашћене информације. То су: 1. преговори који су у току; 2. одлуке или уговори које су донијели или закључили чланови управе, које треба да одобре други органи да би ступиле на снагу, а ради се о органима који су одвојени.³⁰

Ако би јавно објелодањивање повлашћене информације утицало на уобичајени ток преговора, може се одложити њено објављивање. Посебно је одлагање потребно ако је емитент у тешком финансијском положају, а нијесу се стекли сви услови за спровођење стечајног поступка, ако би објављивање повлашћене информације могло да угрози интересе постојећих или будућих акционара тако што би се умањила могућност успјешног завршетка преговора који би емитенту омогућили финансијски опоравак. До настанка друге ситуације посебно долази у системима са дуалним системом корпоративног управљања. У

29 Видјети: чл. 2 Directive 2003/6/EC.

30 Видјети: чл. 3 Directive 2003/6/EC.

тим ситауцијама за одлуке које доноси одбор директора често је потребна сагласност надзорног одбора. Одлука коју доноси један одбор је повлашћена информација, док се не објави и док је не потврди други орган. Правни проблем у овом случају је да ли одлуку управе (која има карактер повлашћене информације) треба објавити прије давања сагласности.³¹

На крају, да би емитент дошао у могућност да одложи објављивање повлашћених информација, неопходно је да обезбиједи одређене мјере чије постојање треба да осигура да ће повлашћене информације остати тајне. Прво, емитент је обавезан да успостави одговарајуће механизме који ће онемогућити приступ таквим информацијама свим особама осим оних којима су потребне при обављању њихових функција код емитента вриједносног папира. Друго, емитент је обавезан да предузме све мјере којима ће обезбиједити да лица која имају приступ таквим информацијама познају своје правне обавезе и да су свјесна санкција у случају неовлашћеног коришћења. На крају, емитент мора бити спреман на објелодањивање информације у ситуацији ако не успије да обезбиједи њихову тајност.

У праву Црне Горе не постоји овај правни институт. У праву бугарске емитент финансијских инструмената чијим хартијама се тргује на организованом тржишту је у обавези да према унапријед предвиђеној процедури јавно објави инсајдерску информацију која се на њега односи, најкасније до краја другог радног дана од настанка информације.³² У позитивном праву Хрватске постоји обавеза објављивања повлашћене информације. Емитент чији се вриједносни папири налазе на берзи обавезан је да без одлагања обавијести јавност о свим информацијама које представљају материјалне чињенице. Такође, емитенту се даје право на одлагање објављивања повлашћених информација ако би оно угрозило његове легитимне интересе, али под условом да обавијести и добије одобрење од регулатора, и то на рок који не може бити дужи од три мјесеца.³³ У процесу уклађивања са Директивом о злоупотреби тржишта, законодавац је у Србији детаљно регулисао и ово питање, које данас у оквиру ЕУ изазива бројна спорове. Закон о тржишту капитала уводи обавезу издаваоца финансијског инструмента да без одлагања

31 Видјети: Едита Чулиновић-Херц, „Злоупорабе на тржишту вриједносних папира – нова европска смјерница и Закон о тржишту хартија од вриједности“, *Зборник Правног факултета Свеучилишта у Ријеци*, бр. 2/2004, стр. 766.

32 У случају да објелодањивање информације може да угрози легитимне интересе, емитент има право да захтијева одлагање објелодањивања информација за одређени временски период, под условом да је у стању да информације држи тајно. Видјети: чл. 13 и 14 БЗПЗГ.

33 Чл. 106 и 107 хрватски Закон о тржишту вриједносних папира.

обавијести јавност о инсајдерским информацијама које се на њега односе.³⁴ Такође, регулисана су и питања која се односе на могућност самоиницијативног одлагања објављивања инсајдерске информације, као и обавеза обавјештавања јавности у случајевима када издавалац или лице које делује у његово име или за његов рачун открије инсајдерску информацију трећој страни у редовном обављању свог посла, професије или дужности.³⁵

VII Институт кинеског зида

Кинески зид је правни институт којим се онемогућава коришћење информација унутар компанија које пружају различите услуге на финансијском тржишту. Такви *зидови* се успостављају да повјерљиве материјалне информације до којих стижу компаније, обављајући једну врсту услуга на тржишту, не буду злоупотребијене приликом обављања неке друге услуге.³⁶ Овај институт се развио у праву САД. Основ за настанак института кинеског зида била је истрага коју је започела америчка Комисија за хартије од вриједности (у даљем тексту: *SEC*) због сумње у злоупотребу инсајдерских информација против познате компаније *Merrill Lynch*. Према оптужбама *SEC* ова компанија је, пружајући услуге организовања емисије вриједносних папира компаније *Daglas Aircraft*, имала увид у необјелодаћене информације да компанија има значајне губитке у периоду обављања емисије. Информација је дошла до клијената *Merrill Lynch*-а који су као акционари *Daglas Aircraft*-а, на основу такве информације, продали акције и избјегли губитак. Након иницирања истраге против преузимаоца и њених запослених, *SEC* је прихватила понуду за рјешење спора без судског поступка. Наиме, компанија је предложила увођење нове процедуре за спречавање ширења повјерљивих ценовно осјетљивих информација из одсјека који се бави преузимањем емисије у друге дјелове компаније. Иако *SEC* није одмах одобрила постојање ових правила, она су убрзо постала позната као *Chinese walls*.³⁷ Ипак, судска пракса није одмах прихватила правила кинеског зида. Институт кинеског зида у потпуности је заживио у америчком праву након усвајања Закона о инвестиционим компанијама.

34 Поред наведене обавезе постоји и обавеза обавјештавања о било каквој значајнијој промјени објављене информације. Видјети: чл. 79 и 80 ЗТК.

35 Видјети: чл. 81 и 82 ЗТК.

36 „Кинески зид представља баријеру у преношењу информација унутар компаније између приватне и јавне стране њеног бизниса“. Anna-Athanasia Derventis, „Insider Trading in Australia“, у: Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou (editors): *Insider Trading – Global Developments and Analysis*, CRC Press, New York, 2008, стр. 137.

37 Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Minn., 1990, стр. 408.

Наиме, након усвајања овог закона SEC је донијела Правило 17j-1 које регулише одређене проблеме инсајдерске трговине које се односе на инвестиционе компаније. Овим правилом се захтијева од регистрованих инвестиционих компанија да усвоје писана правила којим се спречава прелазак повлашћених информација из једног сектора у други, како би се спријечила злоупотреба повлашћених информација којима располажу.³⁸ На крају, у САД је 1988. године усвајањем *Insider Trading and Securities Fraud Act-a*, усвојено правило којим се захтијева од брокерско-дилерских друштава да успоставе систем интерне процедуре којом се захтијева заштита од злоупотребе необјелодањених информација од стране запослених.³⁹

Примјена правила забране коришћења инсајдерских информација у трговини вриједносним папирима у последњим деценијама се проширује на све учеснике на финансијском тржишту. На примјер, због повећања функција банака у савременим условима пословања у последњим деценијама институт кинеског зида се све чешће примјењује и у банкарском пословању.⁴⁰ Интересантан случај, којим се показује ефикасност наведеног института у случајевима доследне примјене од

38 T. L. Hazen, *нав. дело*, стр. 410.

39 Сваки регистровани брокер или дилер треба да установи, одржава и примјењује писану политику и процедуре, узимајући у обзир природу дјелатности брокера и дилера, да спријече злоупотребу необјелодањених цјеновно осјетљивих информација од стране брокера и дилера и лица која су са њим повезана.

40 Бројне су ситуације у којима се банка због различитости послова које обавља може наћи у позицији конфликта интереса. На примјер, банка X од свог представника у надзорном одбору, компаније Y, долази до информације да ће компанија у скором периоду бити суочена са милионским одштетним захтјевом од стране треће компаније и да има слабе изгледе за успјех у спору. Ситуација за банку је компликована из разлога јер је започела поступак селективног повећања удјела у компанији Y, а дилема је следећа: да ли сачекати објелодањивање информација, када ће, без сумње, цијена акција пасти или наставити са планираном динамиком повећања власништва игноришући информацију? Без сумње, на менаџменту банке није лака одлука. Банка X обавља класичне услуге банкарског пословања за одређеног клијента, компанију Z. У том својству, сазна за постојање грубих злоупотреба у финансијском сектору, које ће резултирати смањењем прихода и падом цијене акција након објелодањивања скандала. Поред пружања класичних банкарских услуга, банка посједује одјељење које се бави пружањем услуга инвестиционог банкарства и у том смислу савјетује клијенте о предностима и недостацима улагања у поједине вриједносне папире. Да ли ће савјетовати клијента који се интересује за куповину акција компаније Z да то не ради или ће му открити информацију коју посједује? Мора ли обавијестити без одлагања надзорну институцију или једноставно може да ријеша овај проблем путем института кинеског зида? О примјени инсајдерског законодавства на банке видјети детаљније. Klaus J. Hopt, „Inside Information and Conflicts of Interest“, у: Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (editors), *European Insider Dealing – Law and Practice*, London, 1991, стр. 221–227.

стране компаније, може се наћи у аустралијској судској пракси. Ради се о случају *ASIC v. Citigroup Global Markets Australia Pty Limited*.⁴¹ Институт кинеског зида није у потпуности заживио у европском праву, али у будућности треба очекивати његову примјену и у европским земљама јер у неким случајевима може да буде ефикасан механизам којим се спречава инсајдерска трговина.

VIII Институт фидуцијарне обавезе као механизам спречавања инсајдерске трговине

У упоредном праву основ забране злоупотребе повлашћених информација члановима одбора директора налази су у институту фидуцијарне обавезе коју наведена лица имају према компанији у којој обављају функцију. Овај институт води поријекло из англосаксонског права, али се временом проширио и на континентално право. У случају да директори користе повјерљиву информацију за своју личну

41 Савјетодавни тим инвестиционе компаније *Citigroup* био је ангажован од стране *Toll Holdings Limited* (у даљем тексту *Toll*), 8. августа 2005. године, да савјетује *Toll* о предстојећој понуди за преузимање компаније *Patrick Corporation Limited* (у даљем тексту *PCL*). Запослени који се радили у савјетодавном тиму у аустралијском праву познати су као *private side* и за њих постоји већи степен вјероватноће да ће доћи у посјед повлашћених информација у склопу обављања својих дјелатности. Господин *Anrew Manchee*, који је био запослен у одсјеку инвестиционог банкарства *Citigroup*, у своје име и за свој рачун је купио милион акција *PCL*. *Citigroup*, као већина моћних финансијских институција, посједује институт кинеског зида. Због посједовања овог института, према тврдањама *Citigroup*, *Manchee* није могао знати информације о детаљима предстојеће понуде за преузимање, па самим тим и није предузео трговину на основу повлашћене информације. Ипак, у цијелом случају постоји један детаљ који је компликовао и угрозио одбрану. Током дана, када је извршена куповина акција, руководиоца одсјека у којем је *Manchee* радио је добио информацију да је неко од запослених трговао акцијама клијента *PCL*. То сазнање је изазвало сумњу да се могу јавити оптужбе за могући конфликт интереса (са једне стране савјетовање у састављању понуде за преузимање, а са друге стране куповина акција компаније која се преузима). Ван канцеларија компаније, 19. августа, *Paul Darvell* један од претпостављених, око 3:30h, је савјетовао да *Manchee* престане са даљом куповином акција, али није понудио објашњење због чега би требало да то уради. Једина трансакција која се десила тог дана била је продаја око 200.000 акција *PCL*. Комисија за хартије од вриједности и инвестиције Аустралије је тврдила да постоје двије ситуације у којој је *Citigroup* прекршила правила о инсајдерској трговини. Прва ситуација је продаја акција *PCL* након разговора на стази испред компаније. Успјех наведене тврдње у судском спору зависио је од способности *ASIC* да на суду докаже да је *Manchee* био директор компаније (одељак 1042 Г). Суд није усвојио тужбени захтјев. Такође, суд је одбио и други тужбени захтјев са образложењем да се на основу достављених правила о постојању кинеског зида са значајним степеном вјероватноће може тврдити да није било комуникација информација између јавне и приватне стране унутар компаније. Видјети детаљније: *Anna-Athanasia Derwentis*, *нав. дело*, стр. 136–140.

корист, крше фидуцијарну обавезу, па се на основу те чињенице активира њихова одговорност за било који профит који се по том основу оствари.⁴² Инсајдерска трговина може значити злоупотребу различитих видова фидуцијарних обавеза: обавезе тајности (енгл. *duty of confidentiality*), обавезу забране кориштења информација компаније за стварање личног профита (енгл. *the duty not to use corporate information for personal gain*) и дужност избјегавања конфликта интереса (енгл. *the duty to avoid conflicts of interest*).⁴³

У односу на инсајдерску трговину, јако је важан одговор на питање према коме директори имају фидуцијарну обавезу: да ли према акционарима или према компанији у којој обављају функцију. У англосаксонском ситему директорима је увијек било дозвољено да буду власници вриједносних папира емитента. Један од разлога због којих је у овим земљама није постојала јасна забрана кориштења повлашћених информација у трансакцијама са вриједносним папирима у великој мјери произилази из случаја *Percival v. Wright*. У овом случају директори компаније су имали информацију да постоји инвеститор који је спреман да купи акције по одређеној цијени. Не обавјештавајући акционаре о тој информацији, купили су од њих акције, а затим их продали по већој цијени и остварили профит. Суд је заузео став да не постоји обавеза директора да обавјештавају акционаре јер између њих не постоји фидуцијарна обавеза.⁴⁴ Судска пракса је временом ублажила наведени став. У случају *Allen v. Hyatt* (1914) 30 TLR 444, директори емитента су понудили помоћ акционарима приликом продаје акција купцима ван компаније. Добили су и искористили од акционара право да им откупе акције, али су затим остварили профит тако што су стечене акције препродали по знатно већој цијени. У овом случају суд је изнио становиште да су директори дјеловали као агенти акционари и у том смислу су одговорни на основу агенцијског односа, па су по одлуци суда били оба-

42 Британски Закон о компанијама из 2006. године наводи следеће опште дужности директора према компанији: 1) дужност да дјелују у складу са овлашћењима; 2) дужност да промовишу успјех компаније; 3) дужност да самостално одлучују; 4) дужност да приказују разумну бригу, вјештине и марљивости у обављању послова; 5) дужност да избјегавају конфликт интереса; 6) дужности да не прихватају корист од трећих лица; 7) дужност да пријаве конфликт интереса у предложеним трансакцијама и уговорима. Видјети: британски Закон о компанијама, Part 10, Chapter 2, General Duties of Directors.

43 Случајеви повреде фидуцијарне дужности могу бити: закључење уговора са самим собом (енгл. *selfdealing*), кориштење корпоративних могућности, присвајање имовине друштва за личну корист, недозвољена конкуренција друштву, забрана неоснованог богаћења. Видјети више: Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање – њравни аспекти*, Београд, 2007, стр. 145–151.

44 Charlesworth & Morse, *Company Law*, London, 1995, стр. 405.

везни да врате разлику у цијени.⁴⁵ На крају, у упоредном праву принцип фидуцијарне обавезе према компанији немају само директори већ се он односи и на контролне акционаре.⁴⁶ Овај институт има ограничену примјену у случајевима инсајдерске трговине, јер немају све категорије инсајдера фидуцијарну обавезу према емитенту.

IX Закључак

На настанак превентивних мјера у упоредном праву и пракси утицала су два фактора: сазнање о потреби стварања додатних правних механизма спречавања инсајдерске трговине јер се санкционисање показало као недовољно ефикасан вид борбе и развој компанијског права и његова примјена на овај институт. Постојање већег броја превентивних мјера и санкционисање лица која су обавезна да их примјењују доприноси смањивању учесталости инсајдерске трговине и подизању свијести о значају овог института. Због наведеној је са посебном пажњом неопходно приступити регулисању наведених института, али и обезбиједити њихову примјену у пракси након увођења у правни систем.

Без обзира на напор европских земаља да смање учесталост злоупотреба инсајдерских информација, за сада су изостали конкретни резултати у примјени. Нови Закон о тржишту капитала у Србији значајно је унаприједио правну регулативу у овој области. Ова чињеница представља добру полазну основу за даљу борбу против овог значајног проблема цијелокупног финансијског тржишта. Ипак, будући период примјене превентивних мјера у пракси показује њихову ефикасност. У праву Црне Горе, за разлику од позитивног права Србије и већине земаља из окружења, за сада, нијесу у потпуности имплементирани превентивне мјере које познаје упоредно право. Ефикасност превентивних мјера у праву Србије и Црне Горе, након усаглашавања са европским правом, зависиће од неколико фактора: 1) капацитета регулатора тржишта вриједносних папира да ефикасно уведе у правни систем поједине превентивне мјере које предвиђа европско право (листа инсајдера, регистрација трансакција које изврше поједини инсајдери);

45 О односу инсајдерске трговине и установе фидуцијарне обавезе директора у англосаксонском праву видјети детаљније: Paul Davies, „Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law“, London, 2003, стр. 755.

46 „Када је ријеч о контролним акционарима (акционар са више од 50% гласачких права или акционар који контролише већину чланова одбора директора) они у принципу имају дужност према акционарском друштву (некад и према мањинским акционарима и кредиторима – повјериоцима, посебно приликом преноса контролног пакета акција трећем лицу) као и сами директори.“ М. Васиљевић, *нав. дело*, стр. 142.

2) унапређења сарадње између регулатора тржишта вриједносних папира и осталих институција на тржишту; 3) достигнутог степена развоја компанијског права (примјена института фидуцијарне обавезе на поједине категорије инсајдера); 4) достигнутог степена развоја финансијског тржишта (примјена института „кинеског зида“); 5) свијести емитената о штетним последицама које може да им проузрокује инсајдерска трговина вриједносним папирима које емитују (обавеза објелодањивања повлашћене информације).

Mijat JOCOVIĆ, PhD

Faculty of Economics Podgorica, University of Montenegro

PREVENTIVE MECHANISMS FOR PREVENTION OF INCIDENCE OF INSIDER TRADING

Summary

In this article the author has analyzed legal institutes and actions which in comparative law can be used to prevent the occurrence of abuse of privileged information. There are two groups among them. The first group is made of legal institutes which are not only used for the prevention of insider trading, but with their very existence, they achieve numerous goals. The second institutes are formed for one goal only – to prevent the incidence of insider trading. They were formed over the last few decades to prevent the incidence of insider trading and to avoid the court proceedings where insiders had often been left unsanctioned. The following items can be listed in this group such as the list of insiders, giving information to the public about the possession of some privileged information, registration of transactions of securities from some insiders etc. After their analysis, the author concludes that the efficacy of preventive measures in Serbia and Montenegro, after compliance with the European law, will depend on several factors: the capacity of the regulator of securities markets to effectively implement certain preventive measures which are provided by European law; improvement of the cooperation between market regulators of securities and institutions on the market; achieved level of Company law; achieved level of the development of financial market as well as the issuers' awareness of the harmful consequences that could be caused by insider trading with the securities they issue.

Key words: *insider trading, privileged information, list of insiders, preventive measures.*