

УДК: 339.13

CERIF: S 144

ТИП РАДА: СТУДЕНТСКИ РАД

DOI: 10.55836/PiP_23220A

Марија ВРАНИЋ*

студент четврте године основних академских студија Универзитета у Београду – Правног факултета, Србија

ПРАВНИ ТРЕТМАН ИНСАЈДЕРСКИХ ИНФОРМАЦИЈА ПРЕМА НОВОМ ЗАКОНУ О ТРЖИШТУ КАПИТАЛА**

Сажетак

Правни третман инсајдерских информација мора бити јажљиво и прецизно одређен, с обзиром на немали број специфичности које имају инсајдерске информације и вишеструке правно-економске последице њихове злоупотребе. Ономе ко их поседује, инсајдерске информације пружају значајну вредност у погледу располагања финансијским инструментима којих се тичу, у односу на улазаче у исте инструменте којима су неопознате. Пошто се вредност заснива на неоправданој информационој асиметрији, инсајдерска трговина је неопозната тржишна радња, која захтева одговор законски одговор у виду забране и адекватне санкције за случај олушења о њу.

Нови Закон о тржишту капиталa, чија примена је почела 6. јануара 2023. године, доноси одређене промене у правном третману инсајдерских информација. Према суштини нормирања овој информацији

* Електронска адреса ауторке: vranic.m.marija@gmail.com.

** Овај рад је награђен одлуком фондације „Професор др Мирко Васиљевић“ као најбољи рад из области компанијског права.

осијаје истиа, иримејна је хармонизација иројиса у овој области са регулативом која иосијоји у оквиру комунијарној ирава. Циљ овој рада јесте анализа актиуелних решења, нарочитио указивање на уведене иромене. Резултатима истраживања доириноси и иримена уиореднојравној мейода.

Кључне речи: *Инсајдерска информација. – Закон о иржишћу кайићала. – Улаћач. – Инсајдерска ирјовина. – Финансијски инстирументи.*

I Појам инсајдерске информације

1. Уводне напомене

Извориште регулативе инсајдерских информација у домаћем праву је Закон о тржишту капитала.¹ Доношењем овог закона учињени су значајни кораци у правцу хармонизације прописа у овој области са одговарајућим актима у оквиру права Европске уније. Комунитарно право садржи веома развијену регулативу инсајдерских информација,² а домаћи законодавац се определио да је прати, како у садржинском, тако и у терминолошком смислу.

Не треба да збуњује што се у нашој правној теорији за назив овог института употребљавају изрази као што су повлашћени податак,³ односно повлашћена (привилегована) информација,⁴ с обзиром на то да је управо привилеговане информације регулисао раније важећи Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената.⁵

Премда се односе на исти појам, чини се да термини присутни у литератури на потпунији начин одражавају суштину института чијој анализи је у овом раду поклоњена пажња.⁶ Наиме, квалификација

1 Закон о тржишту капитала – ЗТК, *Службени иласник РС*, бр. 129/2021. Даном почетка примене овог закона престао је да важи Закон о тржишту капитала – стари ЗТК, *Службени иласник РС*, бр. 31/11, 112/15, 108/16, 9/20 и 153/20.

2 Мирко Васиљевић, *Компанијско ираво – Право иривредних друићава*, 4. издање, Београд, 2009, 427.

3 Вид. нпр. Небојша Јовановић, *Берзанско ираво*, Београд, 2009, 413.

4 Вид. нпр. М. Васиљевић, 427.

5 Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени иласник РС*, бр. 47/2006.

6 За критику употребе стране терминологије вид. Небојша Јовановић у: Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић, *Компанијско ираво – Право иривредних субјеката*, 2. издање, Београд, 2021, 605 фн. 983.

информације као „инсајдерске“ упућује на круг лица у поседу те информације, те се отвара питање повезаности такве одреднице са другим захтевима који се у погледу информације постављају како би њено коришћење било предмет правног третмана. Одмотавањем етимолошког клупка, преко атрибута „инсајдерска“ стиже се до именице „инсајдер“, која води порекло од енглеског *inside*, у значењу „унутрашњи део нечега“⁷, те би у том смислу као синоним за инсајдерску информацију у српском језику послужио израз „информација изнутра“, нарочито, ако се узме у обзир да се инсајдером може означити „особа која тргује акцијама компаније на основу материјалног нејавног сазнања“⁸. Тако се стиче утисак да је назив овог правног института тиме опредељен из угла лица која поседују такве информације, пре него кроз призму садржине самих информација и правно-економских последица до којих доводи њихово коришћење.

Означење информације као повлашћене или привилеговане, са друге стране, адекватно је у погледу сваког састојка института, пошто овај квалитет информација не дугује само посебним условима који омогућавају да се информација сазна унутар одређеног круга лица, већ и чињеници да онима који га чине, инсајдерима, пружа предност (и тако их привилегује) у располагању финансијским инструментима на које се односи, наспрам лица изван тог круга, којима информација није доступна, премда су и она заинтересована за њену садржину. У појединим правима се срећу и изрази попут *advance information*, којим се наглашава временска компонента располагања информацијом пре других лица, те *price sensitive information*, који истиче ценовну осетљивост информације као њену битну особину.⁹

С обзиром на то да се у раду бавимо анализом актуелног правног третмана овог института, ми се опредељујемо да у наставку пратимо термиолошко решење законодавца, остајући при претходно изнетом запажању које га се тиче.

2. Законска дефиниција и њени елементи

а) Садржина и обухват инсајдерске информације

Инсајдерске информације су информације о тачно одређеним чињеницама које нису објављене, односе се директно или индиректно на

7 Cambridge dictionary, доступно на адреси: <https://dictionary.cambridge.org/grammar/british-grammar/inside>, 22. 11. 2022.

8 Одређење за потребе *insider trading*-а (инсајдерске трговине): Investopedia, доступно на адреси: <https://www.investopedia.com/terms/i/insider.asp>, 22. 11. 2022.

9 Мижат Јоковић, „Појам повлашћене информације у правној теорији и пракси“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, br. 2/2013, 947.

једног или више издавалаца финансијских инструмената или на један или више финансијских инструмената, а које би, да су објављене, вероватно имале значајан утицај на цену тих финансијских инструмената или на цену повезаних изведених финансијских инструмената.¹⁰

Уочава се, првенствено, да информација, да би била инсајдерска, не може за предмет имати било које чињенице. Инсајдерске информације не могу бити „опште природе, већ је потребно да буду посебне природе, а разликовање је фактичко питање и ствар је суда.“¹¹ У том смислу, инсајдерске информације су информације о тачно одређеним чињеницама ако се њима указује на низ околности које постоје или за које разумно може да се очекује да ће постојати, односно на догађај који се догодио или се разумно може очекивати да ће се догодити, када су довољно конкретне да омогуће закључивање о утицају тог низа околности или догађаја на цене финансијских инструмената или повезаног изведеног финансијског инструмента или повезаних уговора за робу на спот тржишту.¹² Инсајдерска је, *per exemplum*, информација да акционарско друштво тајно преговара о спровођењу поступка реструктурирања који ће позитивно утицати на курс акција тог друштва као емитента, или да је друштво у неповољној финансијској ситуацији, услед које цена његових акција пада.¹³

Инсајдерска информација се односи, директно или индиректно, на једног или више издавалаца финансијских инструмената или на један или више финансијских инструмената (у претходном примеру – акције). Појам финансијских инструмената широко је одређен методом енумерације.¹⁴

Једна од новина коју по угледу на европско решење доноси нови ЗТК јесу одредбе према којима се, у случају дуготрајног процеса чија је сврха или последица стварање одређене околности или одређеног догађаја, те будуће околности или тај будући догађај, као и међукораци тог процеса, могу се сматрати инсајдерским информацијама, при чему се међукорак може сматрати инсајдерском информацијом уколико она сама по себи испуњава критеријуме тражене за такву квалификацију.¹⁵

10 ЗТК, чл. 271 ст. 1 тач. 1.

11 Мирко Васиљевић, „Insider trading (dealing) – повлашћене информације“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2001, 7.

12 ЗТК, чл. 271 ст. 2. За потребе овог рада у наставку ће се говорити о инсајдерским информацијама које се односе на финансијске инструменте; из анализе су изостављена спот тржишта, као посебна тржишта на којима се роба продаје за новац и одмах испоручује након што је трансакција салдирана, те друга тржишта на којима се не тргује финансијским инструментима. Вид. ЗТК, чл. 2 ст. 1 тач. 96–97.

13 Детаљније: Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић, 605–606.

14 Вид. ЗТК, чл. 2 ст. 1 тач. 19.

15 ЗТК, чл. 271 ст. 3–4.

Новим законом јасније се указује на то које врсте информација се сматрају инсајдерским, с обзиром на то да их је законодавац таксативно набројао, смисленим редоследом, у оквиру истог става истог члана, што није био случај са старим ЗТК, који је, у том смислу, био нешто мање прегледан.¹⁶

б) Необјављеност

За квалификовање информације као инсајдерске необјављеност је *conditio sine qua non*, јер када информација постане доступна јавности, односно када се на прописани начин објави, брише се неоправдана предност у располагању финансијским инструментима, која је, пре објављивања, била на страни инсајдера. Након објављивања информације, инсајдер престаје да буде под забраном трговања на основу ње. Није нужно, притом, да су остали улагачи заиста и сазнали информацију.¹⁷ Другим речима, инсајдер престаје да буде привилегован када осталим улагачима буде *омогућено да сазнају* информацију, због чега престаје и потреба да се забрана употребљавања инсајдерске информације на њега примењује и након тога; инсајдер је тада равноправан улагач.¹⁸ Објављивање инсајдерских информација на првом месту је у функцији спречавања злоупотреба на тржишту капитала, али доприноси остваривању и других важних циљева.¹⁹ Обавеза објављивања инсајдерских информација анализирана је у посебном делу рада.

16 Упор. са старим ЗТК, чл. 75.

17 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић, 606.

18 Занимљиво је питање колико времена треба да протекне од објављивања инсајдерске информације до могућности њеног коришћења од стране инсајдера. У случају *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, познатом спору из америчке судске праксе, заузето је становиште да „прије него што инсајдери смију предузимати трговину на основу материјалне информације, таква информација мора бити ефикасно објелодањена на начин који је довољан да обезбиједи њену доступност инвестиционој јавности“. Данас су, свакако, ти начини унапредовали, када се узме у обзир технолошки развој. М. Јосовић, 951.

19 Више о томе вид. Владимир Марјански, „Обавезе јавних друштава у погледу *ad hoc* информисања јавности на тржишту капитала“, *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*, бр. 2/2012, 297–308. Ваља приметити и да су норме о инсајдерским информацијама смештене у глави закона која се односи на злоупотребе на тржишту. То јасно указује на њихову важност. Адекватним регулисањем института инсајдерских информација не успоставља се само равноправност учесника на тржишту финансијских инструмената, већ се остварује и заштитна функција у односу на само тржиште, које треба да функционише и развија се у условима правичне, здраве конкуренције, као предуслова за остваривање његових пуних потенцијала.

в) Ценовна осетљивост

Да је информација објављена, она би вероватно значајно утицала на цену финансијских инструмената или повезаних изведених финансијских инструмената на које се односи. Реч је о информацијама које би разуман инвеститор вероватно користио код доношења одлуке о улагању.²⁰ Приликом оцене вероватноће утицаја објављивања информације на цену финансијских инструмената или повезаних изведених финансијских инструмената, треба узети у обзир „све тржишне варијабиле које погађају предметне финансијске инструменте“.²¹

Поређења ради, право Сједињених Америчких Држава пред информацију поставља услов да је она *material*,²² што је концепт детаљније разрађен у америчкој судској пракси. У случају *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* Врховни суд Сједињених Америчких Држава констатовао је да је чињеница *material* „ако постоји значајна вероватноћа да би је разуман акционар сматрао важном у одлучивању како ће гласати“,²³ што је приступ који се у литератури означава као „тест вјероватноће утицаја на цијену вриједносног папира“.²⁴ Другим речима, док се *materiality* тиче одлуке акционара да ли инвестирати, концепт ценовне осетљивости информације у први план ставља вероватан утицај информације на свеукупну тржишну цену акција.²⁵

На терену домаћег права, примећује се да је за инсајдерску информацију од значаја правни стандард „разумног инвеститора“, с тим да закон није понудио критеријуме у односу на које би га требало ценити. У циљу његове конкретизације, ваља поћи од тога да је основни мотив улагача убирање прихода које емитент буде плаћао, чиме уложени капитал враћа у обиму већем него што га је уложио.²⁶ Треба имати у виду и да улагач сноси ризик да његов инвестициони подухват не буде

20 ЗТК, чл. 271 ст. 5. Упор. са старим ЗТК, чл. 75 ст. 2.

21 Hun Mook Lee, „Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union“, 2008, доступно на адреси: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1192102, 27. 11. 2022, 13.

22 Loss Louis, „The Fiduciary Concept As Applied to Trading by Corporate ‘Insiders’ in the United States“, *Modern Law Review*, Nr. 1/1970, 47, нав. према: Зоран Арсић, „Insider trading“, *Право и њиврега*, бр. 1–2/96, 43–44.

23 *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), доступно на адреси: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>, 2. 12. 2022.

24 М. Јоковић, 955.

25 Manning Gilbert Warren III, „The Regulation of Insider Trading in European Community“, *Washington and Lee Law Review*, Nr. 3/1991, 1063, доступно на адреси: <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2036&context=wlulr>, 2. 12. 2022.

26 Н. Јовановић, 149.

успешан, односно да његов исход не буде у складу са претпоставкама на основу којих је донео одлуку о његовом предузимању.²⁷

Редовно, улагачи инвестиционе одлуке доносе на основу сопственог познавања и процене тржишних прилика – са инсајдерском трговином то није случај. Она је у директном сукобу са темељима пословања на тржишту финансијских инструмената: начелом једнаког положаја улагача и начелом њихове заштите од злоупотребе инсајдерских информација.²⁸ Стога је инсајдерска трговина оправдано забрањена, а разлози и последице таквог законског решења анализирани су у наставку.

II Инсајдерска трговина

1. Појам, предмет и забрањене радње

Инсајдерска информација служи лицу у чијем је поседу да на основу ње располаже финансијским инструментима на које се та информација односи. Располагање финансијским инструментима на основу инсајдерских информација назива се инсајдерска трговина (*insider trading, insider dealing*), у правној теорији означена и као трговина упућеног,²⁹ те *insider* посао.³⁰

Законодавац се у новом ЗТК определио за подробнији и систематичнији приступ регулисању инсајдерске трговине. Она је означена као „трговање на основу инсајдерских информација“ и дефинисана као „трговање лица које има инсајдерске информације и на основу њих непосредно или посредно, за сопствени рачун или рачун трећег лица, стиче или отуђује финансијске инструменте на које се те информације односе“.³¹ Када се узме у обзир шта све, према ЗТК, обухвата појам финансијских инструмената, изводи се закључак да предмет инсајдерске трговине има широги опсег. Њиме су обухваћени, *exempli gratia*, акције, обвезнице, варанти (хартије од вредности), фјучерси, свопови (финансијски деривати).³² Предмет инсајдерске трговине најчешће су акције.³³ Тај податак не изненађује ако се има у виду да акције спадају у тзв. берзанске

27 Томислав Брзаковић, *Тржишне калитетала, теорија и пракса*, Београд, 2007, 236.

28 Вук Раичевић, Маја Ковачевић, „Правни аспекти злоупотребе берзанског тржишта“, *Економија, теорија и пракса*, бр. 3/2013, 60.

29 Н. Јовановић, 413.

30 З. Арсић, 46.

31 ЗТК, чл. 272 ст. 1.

32 Више о акцијама и другим финансијским инструментима вид. Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић, 424–447.

33 З. Арсић, 47.

папире, односно серијске хартије од вредности у функцији „масовне и брзе берзанске трговине“,³⁴ као и да је акционар слободан у преносу акција и права из акција јавног акционарског друштва.³⁵

Инсајдерском трговином треба сматрати и употребу инсајдерских информација код повлачења или измене налога у вези са финансијским инструментом на који се информације односе, ако је налог који се повлачи или мења дат пре него што је то лице поседовало инсајдерске информације.³⁶ Одредба представља још једну новину, такође уведену под утицајем европске регулативе.

Промене се уочавају и на плану прописивања забране инсајдерске трговине. Нови ЗТК не само да забрањује трговину или покушај трговине на основу инсајдерских информација, већ и забрањује *сваком лицу* (курзив аутора) да другом лицу препоручује да тргује на основу инсајдерских информација, да друго лице подстиче и помаже му да тргује на основу инсајдерских информација, као и да противправно открива инсајдерске информације, друго лице подстиче, или му помаже да противправно открива инсајдерске информације.³⁷ У поређењу са одговарајућим одредбама старог ЗТК, на овај начин су постигнута два позитивна ефекта. Први се огледа у проширивању радњи које потпадају под домаћај забране, пошто стари ЗТК није обухватао као забрањене радње помагање у трговању на основу инсајдерских информација, нити помагање и подстицање другог лица да противправно открива инсајдерске информације. Други се огледа у проширивању круга субјеката на које се односи забрана, јер се формулацијом „забрањено је сваком лицу“ не имплицира да лице које чини забрањену радњу мора бити у поседу инсајдерске информације, док је одговарајућом одредбом старог ЗТК забрана била прописана у односу на одређени круг лица која поседују инсајдерске информације, као и друга лица која их поседују, а знају или је требало да знају да се ради о инсајдерској информацији.³⁸

Незаконито је откривање инсајдерских информација од стране лица које их поседује, осим када се информације открију као део уобичајеног обављања посла, професије или дужности.³⁹

34 Небојша Јовановић, Вук Радовић, Мирјана Радовић, *Трговинско право*, 2. издање, Београд, 2021, 569.

35 Закон о привредним друштвима – ЗПД, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021, чл. 261 ст. 6.

36 ЗТК, чл. 272 ст. 2. Вид. и чл. 271 ст. 1 тач. 3.

37 ЗТК, чл. 278.

38 Вид. стари ЗТК, чл. 76 ст. 1 и чл. 77–78.

39 ЗТК, чл. 274 ст. 1, који се примењује на свако физичко или правно лице у случајевима или околностима из чл. 272 ст. 4–5.

Трговање на основу инсајдерских информација не би требало поистовећивати са поседовањем те информације. Ово због тога што бити у поседу информације која је по својој природи инсајдерска није предмет законске забране. Одговорност инсајдера постоји у првом случају: када се информација злоупотреби у виду инсајдерске трговине. Супротно решење, уосталом, не би ни имало смисла; информације о емитенту или о финансијским инструментима не могу тек тако „лебдети“ у апсолутној тајности, већ морају бити, по природи ствари, похрањене у нечијој свести, и то није спорно. Дакле, забрањена је инсајдерска трговина, а не инсајдерска информација, односно њено поседовање.

2. Механизми инсајдерске трговине и оштећена лица

Инсајдерска трговина у основи представља посао преноса својине. Најчешће се реализује уговором о продаји, али може бити извршена и, на пример, разменом финансијских инструмената или одобрењем опције.⁴⁰ Најчешће, *insider* послу претходи непосредан контакт између уговорника у виду преговора око цене (тзв. *face to face dealing*), а постоји и инсајдерска трговина на берзи, при чему је посебност *face to face dealing*-а у томе што на цену пресудно утичу преговори, а не тржишни услови.⁴¹ С обзиром на то да берза обухвата велики број учесника, шири је круг лица потенцијално оштећених радњом инсајдерске трговине, због чега се поставља питање који од учесника ће имати право на накнаду штете и по ком основу. Теорија нуди различите одговоре.

Према првом становишту, оштећеним се сматрају сви учесници у промету одговарајућим финансијским инструментима у периоду од када инсајдер почиње пословање на берзи предметним инструментима до момента објављивања инсајдерске информације. Становиште се заснива на аргументу да је сваки необавештени учесник на берзи претрпео штету, пошто се у посао не би упуштао да му је инсајдерска информација била позната.⁴² Изнето схватање делује прешироко. Поменути аргументом се не може пренебрегнути чињеница да се као директни учесник инсајдерске трговине, онај који закључује *insider* посао, јавља тек један, или одређени број учесника. Према томе, узрочно-последична веза између радње инсајдера (инсајдерске трговине) и претрпљене штете не постоји у односу на сваког учесника на берзи, а она би требало да један од услова за заснивање одговорности инсајдера за штету према учеснику берзе. Стога, исправнијим приступом се чини

40 З. Арсић, 46–47; Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 609.

41 З. Арсић, 47.

42 *Ibid.*, 48.

становиште *ex adverso*, да оштећеним лицем треба сматрати само учесника на берзи који је био у правном односу са инсајдером.⁴³

Како инсајдерска трговина функционише може се видети на следећем примеру: члан управе акционарског друштва „А“, знајући да друштво лоше послује и да ће цена емитованих акција услед тога пасти, одлучује да својих 200 акција у „А“ прода пре него што се објави податак о (негативном) финансијском стању друштва, по цени од 2000 динара по акцији, која на тржишту „важи“ док се информација не објави на прописани начин, уместо по цени од 1500 динара по акцији, која представља курс предметних акција након објављивања информације. Треће лице, стицалац тих акција на секундарном тржишту, у тренутку *insider* посла не зна за чињеницу лошег пословања друштва – а она директно утиче на цену стечених акција. Информација је члану управе позната захваљујући својству које има у односу на емитента. Он је тиме, поступајући као инсајдер, избегао да акције прода по нижој цени, стекао за свој рачун 100.000 динара и истовремено оштетио за исти износ стицаоца акција као непривилегованог инвеститора.

3. Последице инсајдерске трговине

Правно-економске последице инсајдерске трговине су вишеструке. Првенствено, њоме се нарушава начело равноправности улагача у хартије истог издаваоца.⁴⁴ Неравноправност улагача у случају инсајдерске трговине последица је злоупотребе информација сазнатих привилегованим каналима, а не резултат уложених напора да се истражи стање тржишта и донесе, на основу сопствених способности процене, најповољнија инвестициона одлука, која трпи ризик да се покаже као лош избор. Другим речима, инсајдерска трговина не само да не подстиче, него и не допушта здраву конкуренцију међу улагачима, и то се негативно одражава на само тржиште и његове развојне потенцијале, пошто „повлашћеност једних демотивише остале, што изазива њихово повлачење из делатности“.⁴⁵ Према томе, инсајдерска трговина доводи до тржишно непожељног облика асиметрије информација, која се јавља када учесници тржишне трансакције нису једнако информисани о свим чињеницама релевантним за ту трансакцију.⁴⁶

Ипак, треба имати у виду да је информациону симетрију у савршеном облику практично немогуће постићи, јер је сасвим природно да не

43 *Ibid.*

44 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 606.

45 Н. Јовановић, 66.

46 Борис Беговић, Мирољуб Лабус, Александра Јовановић, *Економија за ђравнике*, 9. издање, Београд, 2018, 368.

располажу сви учесници тржишне утакмице истим сазнајним капацитетима (тако, неки су бољи аналитичари тржишних прилика, вештији, економски снажнији и сл.), али је од суштинског значаја да им се и поред тих подразумевајућих разлика омогуће правно једнаке тржишне шансе. Инсајдери се не ослањају на „своје способности истраживања и разумевања тржишта хартија“,⁴⁷ чиме се слаби здрава конкурентност и чини непоштена тржишна радња, због чега се улагачи, евентуално, повлаче са тржишта.

III Ко је инсајдер?

1. Правила

Анализа инсајдерске трговине не би била потпуна без одговора на питање ко је инсајдер, односно по ком критеријуму се образује круг лица којима законодавац забрањује инсајдерску трговину. Одредбе о трговању на основу инсајдерских информација примењују се на свако лице које има инсајдерске информације путем: (1) чланства у управи издаваоца; (2) учешћа у капиталу издаваоца; (3) обављања дужности на радном месту, вршењем професије или дужности; (4) кривичних дела које је починило. Ако је неко од ових лица правно лице, одредбе о трговању инсајдерским информацијама примењују се и на физичка лица која учествују у одлуци о стицању, отуђењу, повлачењу или измени налога за рачун тог правног лица. Исто важи и за свако друго лице које има инсајдерске информације, ако је знало или морало знати да је реч о инсајдерским информацијама.⁴⁸

Када је реч о прве три категорије инсајдера, уочава се да су у питању лица чији положај у односу на издаваоца олакшава или омогућава сазнавање инсајдерских информација, при чему је сасвим допуштено вршити конкретне функције и дужности које такав положај подразумева (нпр. бити директор, рачуновођа, порески консултант друштва). Инсајдер, притом, није нужно лице „унутар“ структуре друштва; инсајдер може да заузима и екстерну позицију у односу на друштво, захваљујући којој добија „унутрашњи“ приступ инсајдерским информацијама (нпр. ревизор финансијских извештаја).⁴⁹ Са друге стране, инсајдерима који припадају наредној категорији не само да

47 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 605.

48 ЗТК, чл. 272 ст. 5–6.

49 Другим речима, ради се о лицима која приступ инсајдерским информацијама имају захваљујући пословном, службеном и професионалном односу који имају са емитентом. Н. Јовановић, 416.

се забрањује трговање на основу инсајдерских информација, него се они и у погледу начина на који су информацију сазнали већ налазе у „забрањеној позицији“, јер су до ње дошли чинећи кривично дело. То су, на пример, лица која хакују податке са рачунара издаваоца или која незаконитим прислушкивањем ступе у посед информације,⁵⁰ или она која су податке украли или подмитила менаџера друштва да је сазнају.⁵¹

2. Изузеци

Још једна позитивна промена коју доноси нови ЗТК тиче се околности да је законодавац посветио више пажње прописивању изузетака од примене одредби о трговању на основу инсајдерских информација, односно навођењу случајева законитог понашања лица која поседују инсајдерске информације, у вези са коришћењем тих информација. Тако, прописано је да чињеница да лице има инсајдерске информације не подразумева да је то лице те информације употребило или трговало на основу њих, када је лице маркет мејкер или овлашћено да делује као друга уговорна страна, а стицање или отуђење финансијског инструмента на који се информације односе је законито извршено у оквиру уобичајеног обављања функције маркет мејкера или друге уговорне стране за тај финансијски инструмент.⁵² Према су маркет мејкери (тржишни снабдевачи) и раније били изузети од забране трговања на основу инсајдерских информација, пошто би, у супротном, били онемогућени у обављању своје функције стабилизатора тржишних курсева,⁵³ стари ЗТК није садржао одредбу о томе. Исто важи и за лице овлашћено да извршава налоге за треће стране, ако стицање или отуђење финансијских инструмената на које се налог односи законито обавља у току уобичајеног обављања посла, професије или дужности.⁵⁴

Чињеница да лице поседује инсајдерске информације не подразумева да је лице употребило те информације, када то лице трансакцију врши ради стицања или отуђења финансијских инструмената, у оквиру испуњавања обавезе која је доспела у доброј вери, а не у циљу

50 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 608.

51 Н. Мook Lee, 14.

52 ЗТК, чл. 273 ст. 2 тач. 1. Закон дефинише маркет мејкера (*market maker*) као лице које „стално наступа на финансијским тржиштима као лице које је вољно да тргује за сопствени рачун, тако што купује и продаје финансијске инструменте користећи сопствени власнички капитал, по ценама које сам одреди, у оквирима које својима актима утврди организатор тржишта“ (ЗТК, чл. 2 ст. 1 тач. 11). Више о томе вид. Н. Јовановић у: Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 609 фн. 986.

53 *Ibid.*, 609.

54 ЗТК, чл. 273 ст. 2 тач. 2.

избегавања забране трговања на основу инсајдерских информација, при чему је потребно да буде испуњен неки од алтернативно постављених услова: први, да ова обавеза произлази из датог налога или споразума склопљеног пре него што је то лице дошло у посед инсајдерске информације, или други, да је трансакција извршена ради испуњавања обавезе прописане законом или подзаконским актом која је настала пре него што је то лице дошло у посед инсајдерске информације.⁵⁵ Одредба је значајна из више разлога, првенствено због тога што у први план ставља савесност лица, чију трансакцију не би било оправдано третирати као законито понашање у случају да је она предузета управо у циљу избегавања забране трговања на основу инсајдерских информација – *nemo audiatur propriam turpitudinem allegans*.⁵⁶ Такође, како се за оба алтернативно постављена услова захтева да буду испуњени *пре* него што је лице дошло у посед информације, додатно се утиче на сузбијање могућих злоупотреба инсајдерских информација које би се јављале када би се налози давали, односно споразуми склапали у циљу испуњења обавеза *након* што лице већ сазна за информацију. Исто важи и за трансакције извршене ради испуњавања обавезе прописане законом или подзаконским актом.

У случају да је правно лице у поседу или је било у поседу инсајдерских информација, не подразумева се да је их употребило или да је трговало на основу њих ако: (1) је успоставило, спровело и одржало одговарајуће и ефикасне механизме и поступке који ефикасно обезбеђују да физичко лице које је донело одлуку о стицању или отуђењу финансијског инструмента на које се информације односе као и друга физичка лица која су утицала на ту одлуку, нису поседовала инсајдерске информације и (2) није охрабривало, давало препоруку, подстицало или на други начин утицало на физичко лице које је у име правног лица стекло или отуђило финансијске инструменте на које се информације односе.⁵⁷ Два услова су, у овом случају, кумулативно постављена. Одредба је, такође, законска новина.

Најзад, треба имати у виду да, без обзира на поменуте одредбе, може се сматрати да је ипак дошло до повреде забране инсајдерске трговине, ако Комисија за хартије од вредности утврди да је за те налоге за трговање, трансакције или поступке постојао незаконит разлог.⁵⁸ На овај начин се Комисији оставља простор да испита околности конкретnog случаја и утврди праву намеру која стоји иза спорне радње.

55 ЗТК, чл. 273 ст. 3.

56 Правна максима која значи да се нико не може позивати на сопствену несавесност. Другим речима, нико не може имати користи од сопствене несавесности.

57 ЗТК, чл. 273 ст. 1.

58 ЗТК, чл. 273 ст. 7.

3. Списак лица која поседују инсајдерске информације

Издавалац или било које лице које делује у име или за рачун издаваоца дужно је да састави списак лица која за њега раде, на основу уговора о раду или на неки други начин и која имају приступ инсајдерским информацијама. Списак се ажурира и доставља Комисији на њен захтев.⁵⁹ Ова решења су важна, пошто прецизна и ажурна евиденција у виду списка лица која поседују инсајдерске информације може деловати позитивно на плану сузбијања потенцијалних злоупотреба, нарочито када се узме у обзир да постоји и обавеза прибављања писмене изјаве свих лица са списка којом потврђују да су упозната са обавезама и санкцијама које се примењују на трговање на основу инсајдерских информација и незаконито откривање информација.⁶⁰

IV Обавеза објављивања инсајдерских информација

Обавеза објављивања инсајдерских информација заслужује да буде посебно анализирана, с обзиром на то да је управо необјављеност информације главни разлог привилегованости инсајдера у трговању на основу ње. Реч је о виду *ad hoc* објављивања, с обзиром на то да није могуће унапред знати у ком тренутку ће се „активирати“ обавеза да се инсајдерске информације објаве.⁶¹

1. Ко је у обавези и које информације се објављују

Нови ЗТК овом обавезом терети издаваоце који су поднели захтев за укључење или којима је одобрено укључење финансијских инструмената у трговање на регулисаном тржишту, односно издаваоце којима је одобрено трговање финансијским инструментима на мултилатералној трговачкој платформи (МТП) или организованој трговачкој платформи (ОТП) или који су поднели захтев за укључење својих финансијских инструмената на МТП, у случају да се ради о финансијским инструментима којима се тргује само на МТП-у или ОТП-у. Издавалац је у обавези да у што краћем року обавести јавност о инсајдерским информацијама које се на њега непосредно односе.⁶²

59 ЗТК, чл. 284 ст. 1. О прописаној минималној садржини списка и разлозима ажурирања вид. чл. 284 ст. 4–5.

60 ЗТК, чл. 284 ст. 2.

61 Jelena Lepetić, „Public Disclosure of Insider Information“, *Annals of the Faculty of Law in Belgrade – Belgrade Law Review*, Nr. 3/2012, 191.

62 ЗТК, чл. 282 ст. 1 и 5.

Уочава се да је обавеза објављивања прописана само у погледу оних инсајдерских информација које се *нејосредно* односе на издаваоца. Дакле, обавези објављивања не подлежу инсајдерске информације које се на издаваоца односе посредно. Стога је неопходно испитати када се информацији приписује први, а када други квалитет, а важно је и размотрити због чега обавеза објављивања није прописана у односу на обе категорије инсајдерских информација.

У том циљу, треба имати у виду одговарајуће одредбе Правилника о објављивању и одлагању инсајдерских информација, донетог од стране Комисије.⁶³ Правилник, наиме, *exempli causa* наводи чињенице и догађаје које би издавалац требало да узме у обзир приликом процене да ли се ради о инсајдерској информацији која се непосредно на њега односи.⁶⁴ Као примери инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца у упоредном праву наводе се информације о повећању или смањењу основног капитала, предстојећој инсолвентности, спровођењу *due dilligence* поступка, о изменама дивиденде, одлуке о реструктурирању,⁶⁵ од којих су неки садржани и у домаћем Правилнику. Листа примерице набројаних информација није, свакако, *numerus clausus*, при чему је у Правилнику наглашено да наведене чињенице и догађаји „сами по себи не значе да се у конкретном случају ради о таквој врсти информације, нити се подразумева супротно ако нека чињеница или догађај није наведен“ у оквиру списка, као и да „приликом процене треба узети у обзир специфичне околности сваког појединачног случаја“.⁶⁶

Правилник не садржи примере информација које се на издаваоца посредно односе, а у теорији се наводи да су у питању, између осталог, информације о привредним кретањима, општем развоју тржишта, скоку или паду берзанског индекса, информације о изменама прописа, као и подаци о конкурентима издаваоца.⁶⁷ У сваком случају, обавезивање

63 Правилник о објављивању и одлагању инсајдерских информација – Правилник, *Службени тласник РС*, бр. 77/2022. На реформи регулативе у области инсајдерских информација није се радило само доношењем новог ЗТК, већ и Правилника, који је прилагођен новом закону. Даном примене овог правилника престао је да важи Правилник о објављивању инсајдерских информација које се непосредно односе на издаваоца и о одређивању оправданих интереса издаваоца у сврху необјављивања, *Службени тласник РС*, бр. 89/11.

64 Вид. Правилник, чл. 3 ст. 4. Правилником се детаљно уређује и употреба техничких средстава у сврхе објављивања инсајдерских информација, као и критеријуми објављивања информација на интернету. Вид. Правилник, чл. 4–5.

65 Susanne Kalls, Martin Oppitz, Johannes Zollner, *Kapitalmarktrecht – System (I)*, Wien, 2005, 369; нав. према: В. Марјански, 300–301.

66 Правилник, чл. 3 ст. 3.

67 S. Kalls, M. Oppitz, J. Zollner, 371; нав. према: В. Марјански, 301.

издаваоца да објављује и информације које се на њега тек посредно одnose представљало би прилично широк захтев, којим би се започео низ питања на која би требало дати одговор.⁶⁸

2. Одлагање објављивања инсајдерских информација

Објављивање инсајдерских информација у функцији је раније поменутих начела једнаког положаја улагача и начелом њихове заштите од злоупотребе инсајдерских информација. Истовремено, поседовање инсајдерске информације од користи је за издаваоца, због чега њеним објављивањем бива изгубљена предност, односно привилегија у трговању на основу ње. То значи да су у сукобу интереси издаваоца са једне, и интереси тржишта капитала за потпуним и благовременим информисањем улагачке јавности са друге стране,⁶⁹ као и да се предност, разумљиво, даје заштити интереса тржишта. Међутим, постоји изузетак: издавалац може, на своју одговорност, да одложи објављивање инсајдерских информација, ако би такво објављивање информација највероватније угрозило његове законите интересе, ако вероватно не би обмануло јавност и ако је издавалац у стању да обезбеди поверљивост тих информација.⁷⁰ Услови морају бити испуњени кумулативно и, ако је то случај, значи да се одлагањем објављивања штите одређени интереси издаваоца, који претежу над потребом улагача да за информације сазнају.

Нови ЗТК доноси детаљнију и систематичнију регулативу одлагања објављивања инсајдерских информација. Осим што је посебном одредбом уређено одлагање објављивања инсајдерских информација у случају да је издавалац кредитна или финансијска институција, прописано је и да, ако је објављивање информација одложено, и поверљивост те инсајдерске информације није више обезбеђена, издавалац у што краћем року мора да ту информацију објави, чак и уколико је у питању гласина која се изричито односи на инсајдерску информацију чије је објављивање одложено, ако је та гласина довољно тачна да указује на то да поверљивост информација није више обезбеђена,⁷¹ што стари ЗТК није предвиђао.

68 На пример, да ли обавеза треба да постоји и у погледу оних информација које су на друге начине већ доступне инвеститорима; да ли обавеза треба да терети све издаваоце на које се информација посредно односи или само једног или неке од њих; да ли за објављивање таквих информација треба да важи исти рок као за објављивање информација које се на издаваоца односе непосредно или је оправдано прописати другачији рок, с обзиром на природу саме информације и јачину њене везе са издаваоцем и сл.

69 В. Марјански, 301.

70 ЗТК, чл. 283 ст. 1.

71 ЗТК, чл. 283 ст. 4–5.

Проблематици гласина у контексту објављивања инсајдерских информација потребно је посветити додатну пажњу. Ово због тога што, из перспективе трећих лица (неупућених улагача), разлике између гласине и инсајдерске информације – нема, јер њима није познато одакле је информација потекла, нити да ли је тачна.⁷² Како је речено, издавалац је у обавези да информацију објави онда када се гласина односи *изричито* на инсајдерску информацију чије је објављивање одложено, ако је та гласина *довољно јачна* да указује на то да поверљивост информације више није обезбеђена. Према томе, закључује се да у случају нетачних гласина издавалац нема обавезу да информацију објави. Издаваоцима, наравно, није страно да се оглашавају поводом нетачних гласина онда када оне негативно утичу на цену њихових акција, али је ситуација другачија ако су ефекти гласина позитивни; управо због овакве праксе, те чињенице да неупућени улагачи не могу да направе разлику између гласине и „процуреле“ информације, чини се да би требало да постоји обавеза издаваоца да коментаришу и нетачне гласине, с обзиром на то да је реч о гласинама нарочито подобним да обману улагачку јавност,⁷³ што је исход који законодавац кроз одредбе о одлагању објављивања инсајдерских информација неупитно настоји да спречи.

Промене су присутне и новом Правилнику. Наиме, Правилником је проширен списак оправданих случајева одлагања објављивања инсајдерских информација.⁷⁴ Такође, позитивна новина је то што нови Правилник садржи (*exempli causa*) списак ситуација у којима би одлагање инсајдерских информација вероватно обмануло јавност.⁷⁵ Као и случају примерице набројаних чињеница и догађаја које ће издавалац узети у обзир приликом процене да ли се ради о инсајдерској информацији која се на њега непосредно односи, морају се имати у виду и околности сваког конкретног случаја, али ови неисцрпни оквирни спискови уређени Правилником могу послужити као путоказ у процени испуњености услова како за објављивање, тако и за одлагање објављивања инсајдерских информација, што је нарочито корисно када се узме у обзир да је реч о питањима која захтевају конкретизацију одређених правних стандарда.

V Санкционисање инсајдерске трговине

С обзиром на целокупну досадашњу анализу, није погрешно рећи да су казнене одредбе којима се санкционишу одговорни за трговање

72 J. Lepetić, 203.

73 *Ibid.*, 203–204.

74 Вид. Правилник, чл. 8. Упор. са старим Правилником, чл. 4.

75 Вид. Правилник, чл. 9.

на основу инсајдерских информација једно од најважнијих питања које овај рад има за предмет.

Ко у намери да себи или другом лицу оствари имовинску корист или нанесе штету другим лицима, употреби инсајдерску информацију: (1) непосредно или посредно при стицању, отуђењу и покушају стицања или отуђења за сопствени рачун или за рачун другог лица финансијских инструмената на које се та информација односи; (2) за откривање и чињење доступним инсајдерске информације било ком другом лицу; (3) за препоручивање или навођење другог лица да на основу инсајдерске информације стекне или отуђи финансијске инструменте на које се та информација односи, казниће се новчаном казном или казном затвора до једне године.⁷⁶ Прво, уочава се да је радња извршења овог кривичног дела (коришћење, откривање и препоручивање инсајдерских информација) алтернативно прописана. Друго, алтернативно је прописана и санкција (учинилац се кажњава или новчаном казном или казном затвора до једне године). Треће, намера учиниоца је битно обележје бића кривичног дела (намера да себи или другом оствари имовинску корист или нанесе штету другим лицима). Учиниоца ће се казнити и за покушај овог дела.⁷⁷

Ако прибављена имовинска корист или нанета имовинска штета прелази износ од милион и петсто хиљада динара, санкција је поопштрена, па ће тако учинилац бити кажњен затвором до три године и новчаном казном.⁷⁸ Реч је о облику кривичног дела квалификованом нарочитом околношћу (у питању је одређени износ прибављене користи, односно нанете штете). Санкција је, овог пута, кумулативно прописана (учинилац се кажњава и казном затвора и новчаном казном).

Посебну пажњу привлачи одредба о кажњавању учиниоца основног облика дела, који поседује инсајдерске информације путем чланства у управним или надзорним органима издаваоца или јавног друштва, учешћа у капиталу издаваоца или јавног друштва, приступа информацијама до којих долази обављањем дужности на радном месту, вршењем професије или других дужности, односно путем кривичних дела које је починио, новчаном казном или казном затвора до три године. Ако прибављена имовинска корист или нанета имовинска штета прелази износ од милион и петсто хиљада динара, учинилац ће се казнити затвором од шест месеци до пет година и новчаном казном.⁷⁹ Наиме, чини се да се ова одредба односи на лица из чл. 272 ст. 5, а реч

76 ЗТК, чл. 403 ст. 1.

77 ЗТК, чл. 403 ст. 5.

78 ЗТК, чл. 403 ст. 2.

79 ЗТК, чл. 403 ст. 3–4.

је о, подсећања ради, лицима која имају инсајдерске информације путем чланства у управи издаваоца, учешћа у капиталу издаваоца, обављања дужности на радном месту, вршењем професије или дужности, те учињеног кривичног дела, због чега није најјасније пропуштање текстуалног усклађивања две одредбе.

Такође, може се приметити да се међу казним одредбама није наша она којом се сакционише *йомаїање* у трговању на основу инсајдерских информација, иако се ради о једној од забрањених радњи наведених у чл. 278. Стиче се утисак, према томе, да су казнене одредбе само „преписане“ из старог ЗТК, с обзиром на то да се ни у чему не разликују и да се, терминолошки, а донекле и суштински, више „уклапају“ у стара решења.⁸⁰

Новчаном казном биће кажњен издавалац који одложи објављивање инсајдерских информација супротно прописаним условима, као и издавалац који не састави, не ажурира, не достави Комисији или не чува списак лица која имају приступ инсајдерским информацијама у складу са одговарајућим одредбама.⁸¹

Најзад, у обзир долазе и санкције у виду мера које предузима орган званичног надзора, када утврди да су повређена правила о трговању на основу инсајдерских информација: од налога да се повреда отклони до забране рада професионалном трговцу финансијским инструментима.⁸²

VI Посебно запажање: правни стандарди

Међу одредбама које се односе на инсајдерске информације има оних које су прожете правним стандардима – тако, већ дефиниција инсајдерске информације захтева да се утврди ближе значење стандарда „значајног утицаја“ и „разумног инвеститора“ (о чему је било речи); говори се и околностима за које се „разумно може очекивати да ће постојати“, као и о информацијама за које се „разумно очекује да ће бити објављене“, при чему се одређени стандарди комбинују са вероватноћом остваривања.

Са једне стране, ослањање на правне стандарде приликом формулисања одређене норме може бити плодотворно средство када се за циљ има постизање ефекта флексибилности у примени те норме, с обзиром на то да околности једног, у суштини истог случаја, који би требало под норму подвести, често имају разне нијансе, те би примена исувише „крутих“ норми могла резултирати ситуацијом у којој одређене

80 Вид. стари ЗТК, чл. 282.

81 ЗТК, чл. 406 ст. 1 тач. 9–10.

82 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 610.

специфичности чињеничног стања остају ван домашаја права, иако правни „осећај“ говори да би требало бити другачије. Са друге, уопштеност правних стандарда и ширина коју она допушта тумачу у конкретизацији њиховог значења према околностима појединог случаја лако могу постати негативна страна њихове употребе.

Сваки правни стандард који је законодавац употребио може се посматрати као делић слагалице коју зовемо инсајдерска информација; а како је реч о сложеном институту, ту слагалицу би требало врло пажљиво слагати и водити рачуна о употреби сваког делића: на ком месту и у ком значењу. У супротном, ствара се потешкоћа да се информација истовремено уклопи у сваки од стандарда захтеваних да би била третирана као инсајдерска, чиме се, уједно, олакшава инсајдерима да одговорност за њену злоупотребу избегну.

Правни стандарди у овој области нису непознаница ни када је у питању право Европске уније, које је, како је речено, послужило као узор домаћем законодавцу. Документ од великог значаја у погледу регулативе инсајдерских информација донет у оквиру комунитарног права је Директива о злоупотреби тржишта из 2014. године.⁸³ Директива је, заправо, „унапређена верзија“ своје претходнице из 2003. године, која је стављена ван снаге Уредбом о злоупотреби тржишта, донетом истовремено са Директивом, са којом је у тесној правној вези.⁸⁴ Када је у питању дефинисање инсајдерске информације, Директива у чл. 2(4) упућује на чл. 7(1–4) Уредбе, чијим се поређењем са одговарајућим одредбама новог ЗТК не уочавају нити садржинске, нити разлике у погледу употребљених правних стандарда.⁸⁵ Ваља приметити и да Уредба предвиђа издавање, од стране посебног тела (*European Securities and*

83 Директива 2014/57 Европског Парламента и Савета од 16. априла 2014. године, о кривичним санкцијама за злоупотребу тржишта (*Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)*, OJ L 173, 12. 6. 2014; даље у фуснотама: Директива).

84 Уредба 596/2014 Европског Парламента и Савета од 16. 4. 2014. о злоупотреби тржишта (Уредба о злоупотреби тржишта) и укидању Директиве 2003/6/ЕК Европског парламента и Савета и Директива Комисије 2003/124/ЕК, 2003/125/ЕК и 2004/72/ЕК (*Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance*, OJ L 173, 12. 6. 2014; даље у фуснотама: Уредба).

85 У ранијој судској пракси Европске уније остао је забележен *Case C-391/04, Ipourgos Ikonomikon and Proistamenos DOY Amfissas v Charilaos Georgakis, Judgment of the Court (Third Chamber) of 10 May 2007*, у коме се поставило управо питање квалификације информације као инсајдерске; случај је интересантан и због тога што се неодвојиво тиче и квалификације имаоца те информације као инсајдера. Јелена Лепетић, „О појму *insider*-а у праву Европске уније“, *Право и њиврега*, бр.

Markets Authority – ESMA), „смерница за успостављање неисцрпне индикативне листе информација за које се *разумно очекује* (курзив аутора) да ће бити објављене или које се морају објавити у складу с правним или регулаторним одредбама Уније или националног права, правилима тржишта, уговором, праксом или обичајима...“;⁸⁶ а одредбу у истоветном значењу уводи и нови ЗТК, с тим да се њена садржина односи на Комисију, као пандана европском ESMA.⁸⁷ Листа, односно списак таквих информација, свакако, може допринети да се учине јаснијим контуре наглашеног правног стандарда, али треба имати у виду да се нити тај, нити други раније поменути правни стандарди не могу, по својој природи, ниједним списком коначно и непроменљиво одредити, због чега њихова конкретизација и даље остаје у највећој мери зависна од околности сваког случаја посебно и, неизоставно, процене стандарда сходно њима.

VII Инсајдерска информација и пословна тајна: сличности и разлике

Инсајдерска информација блиска је, у одређеној мери, пословној тајни, институту који је предмет компанијскоправне регулативе. Пословну тајну ЗПД одређује као „податак чије би саопштавање трећем лицу могло нанети штету друштву, као и податак који има или може имати економску вредност зато што није општепознат, нити је лако доступан трећим лицима која би његовим коришћењем или саопштавањем могла остварити економску корист и који је од стране друштва заштићен одговарајућим мерама у циљу очувања његове тајности“.⁸⁸ Сличност се уочава првенствено у околности да су и инсајдерска информација и пословна тајна подаци недоступни јавности, односно доступни одређеном кругу лица. У том смислу, инсајдерска информација јесте својеврсна тајна из перспективе трећих лица, пошто она за њу не знају. Осим тога, економска вредност коју има или може имати податак који представља пословну тајну зато што није општепознат, односно економска корист коју би трећа лица могла остварити његовим коришћењем или саопштавањем, наликује ценовној осетљивости инсајдерске информације као главном мотиву инсајдера за предузимање инсајдерске трговине.

4–6/2011, 684–685. Детаљи случаја доступни на адреси: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:62004CJ0391>, 27. 4. 2023.

86 Вид. чл. 7(5) Уредбе.

87 Вид. ЗТК, чл. 271 ст. 6.

88 ЗПД, чл. 72 ст. 3.

Ипак, између два института преовлађују разлике. Основна лежи у томе што пословну тајну у конкретном случају може одредити само друштво, као њен носилац, у складу са тзв. „теоријом воље“,⁸⁹ а та воља је изражена у виду одговарајућег акта друштва,⁹⁰ док опсег информације, како је раније изнето, одређује искључиво закон. Друго, инсајдерска информација се односи на финансијске инструменте или њихове издаваоце, док је пословна тајна, са друге стране, „податак о друштву или његовом пословању“.⁹¹ Треће, закон предвиђа *обавезу објављивања* инсајдерских информација, док *дужности чувања* пословне тајне не само да терети „чуvara“ док поседује својство које га на чување тајне обавезује, већ и у периоду од две године по престанку тог својства, а могуће и дуже; подлеже откривању само у изузетним случајевима.⁹² Најзад, откривање пословне тајне које не спада у допуштене изузетке могло би нанети штету друштву, или, „ако одавање неког податка не ствара штетне последице за његовог господара, за постојање пословне тајне је неходно да је откривени податак употребљив за сазнаваоца“.⁹³ Последице инсајдерске трговине, са друге стране, огледају се у штети коју трпе лица са којима је инсајдер трговао, и у ширем смислу – само тржиште.

На основу изнетог, јасно је да између два института не би требало стављати знак једнакости.

VIII Закључак

У раду спроведена анализа имала је за предмет основне чиниоце института инсајдерских информација и била заснована на одредбама најновијег закона који ову област регулише. Главни закључци до којих се дошло јесте да је актуелна регулатива детаљнија, да је законодавац имао систематичнији приступ овом закону, нарочито када је реч о одредбама које се односе на законита и незаконита понашања у вези са коришћењем инсајдерских информација, као и да је домашај појединих одредби старог закона новим законом проширен. Осим тога, промене које нови закон доноси у таласу хармонизације домаћег права са правом Европске уније позитивно делују на плану правне комплетности у овој

89 Зоран Арсић, „Пословна тајна и предлог новог Закона о предузећима“, *Право и њивреда*, бр. 9–12/94, 3.

90 Вид. ЗПД, чл. 72 ст. 4.

91 Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021а), 177.

92 Вид. ЗПД, чл. 72 ст. 2 и чл. 73.

93 Ненад Тешић, „Пословна тајна на српски начин (*de lege lata*)“, *Усклађивање њословној љрава Србије са љравом Европске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011, 521.

области. Није грешка променом на боље сматрати и околност да је, у том смислу, нови закон прегледнији, на појединим местима сажетији, а на крају и јаснији, што су такође квалитети које би требало да један закон поседује. Правни третман инсајдерских информација према новом ЗТК је стога начелно добар, свакако побољшан и европским решењима приближен у односу на стари ЗТК.

Што се тиче запажања изнетих у погледу правних стандарда, чињеница је да је њихова употреба каткад неизбежна, те да је то случај и са појединим питањима у погледу инсајдерских информација. Зато је важно да пракса, односно тумачи пред које буде стављен задатак њихове конкретизације, буду, у мери у којој је то оствариво, доследни у њиховом тумачењу.

Законски третман инсајдерских информација употпуњен је доношењем новог, новом закону прилагођеног правилника, који регулише питања објављивања инсајдерских информација. Правилник је такође значајан, с обзиром на то да садржи смернице које издаваоцу могу послужити када одлучује да ли информација подлеже обавези објављивања или не, а нарочито због тога што је њиме проширен списак оправданих случајева одлагања објављивања инсајдерских информација, у односу на стари правилник, и што су у њему наведени, примерично, случајеви у којима би одлагање објављивања инсајдерских информација вероватно обмануло јавност, пошто су то све питања која се цене од случаја до случаја, а добро је имати путоказ који помаже да се до одговора брже стигне.

Истраживање представљено у овом раду није потпуно: инсајдерске информације се могу и даље нашироко анализирати, заузимањем различитих ставова и употребом различите аргументације, што правној теорији, свакако, није страна. Реч је, уосталом, о врло сложеном институту, који се може се разматрати како из угла компанијског, тако и из угла берзанског права. У сваком случају, рад је за циљ имао објашњење његових темеља, кључне норме које се морају имати у виду у свакој даљој расправи, као и указивање на оно што је међу тим нормама ново, те добро и евентуално мањкаво у њиховој примени.

На крају, треба се вратити на напомену са почетка: овај закон је нов и тек почиње да се примењује. Закон је у службеном гласилу објављен крајем 2021. године, ступио на снагу осмог дана од дана објављивања, а са његовом применом се сачекало до истека годину дана од дана ступања на снагу, односно 6. јануара 2023. године. Одлагање примене закона у оволиком трајању указује и потврђује да је реч о сложеном и важном пропису, те да је потребно време како би се са његовим одредбама, међу којима су и оне о инсајдерским информацијама, упознали

субјекти на које се односе, да би своје понашање могли да ускладе са захтевима које правни поредак ставља пред њих у виду (овог) закона. Како ће се његова примена показати у пракси – остаје да се види.

Коришћена литература

- Арсид Зоран, „Insider trading“, *Право и привреда*, бр. 1–2/96. (Arsić Zoran, „Insider trading“, *Pravo i privreda*, br. 1–2/96)
- Арсид Зоран, „Пословна тајна и предлог новог Закона о предузећима“, *Право и привреда*, бр. 9–12/94. (Arsić Zoran, „Poslovna tajna i predlog novog Zakona o preduzećima“, *Pravo i privreda*, br. 9–12/94)
- Беговић Борис, Лабус Мирољуб, Јовановић Александра, *Економија за правнике*, 9. издање, Београд, 2018. (Begović Boris, Labus Miroљub, Јovanović Aleksandra, *Ekonomija za pravnike*, 9. izdanje, Beograd, 2018)
- Брзаковић Томислав, *Тржиште капитала, теорија и пракса*, Београд, 2007. (Brzaković Tomislav, *Tržište kapitala, teorija i praksa*, Beograd, 2007)
- Васиљевић Мирко, „Insider trading (dealing) – повлашћене информације“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2001. (Vasiljević Mirko, „Insider trading (dealing) – povlašćene informacije“, *Pravo i privreda*, br. 9–12/2001)
- Васиљевић Мирко, *Компанијско право – право привредних друштва*, Београд, 2009. (Vasiljević Mirko, *Kompanijsko pravo – pravo privrednih društava*, Beograd, 2009)
- Јовановић Небојша, *Берзанско право*, Београд, 2009. (Јovanović Neboјša, *Berzansko pravo*, Beograd, 2009)
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Компанијско право – право привредних субјеката*, 2. издање, Београд, 2021. (цитирано као: Н. Јовановић, В. Радовић, М. Радовић (2021a)) (Јovanović Neboјša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Kompanijsko pravo – pravo privrednih subjekata*, 2. izdanje, Beograd, 2021. (citirano kao: N. Јovanović, V. Radović, M. Radović (2021 a)))
- Јовановић Небојша, Радовић Вук, Радовић Мирјана, *Трговинско право*, 2. издање, Београд, 2021. (Јovanović Neboјša, Radović Vuk, Radović Mirjana, *Trgovinsko pravo*, 2. izdanje, Beograd, 2021)
- Јосовић Мijat, „Појам повлашћене информације у правној теорији и пракси“, *Зборник Правног факултета Свеучилишта у Риједи*, бр. 2/2013.
- Лепетић Јелена, „О појму insider-а у праву Европске уније“, *Право и привреда*, бр. 4–6/2011. (Lepetić Jelena, „O pojmu insider-a u pravu Evropske unije“, *Pravo i privreda*, br. 4–6/2011)

- Lepetić Jelena, „Public Disclosure of Insider Information“, *Annals of the Faculty of Law in Belgrade – Belgrade Law Review*, Nr. 3/2012.
- Марјански Владимир, „Обавезе јавних друштава у погледу *ad hoc* информисања јавности на тржишту капитала“, *Зборник радова Правној факултету у Новом Саду*, бр. 2/2012. (Marjanski Vladimir, „Obaveze javnih društava u pogledu *ad hoc* informisanja javnosti na tržištu kapitala“, *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Novom Sadu*, br. 2/2012)
- Manning Gilbert Warren III, „The Regulation of Insider Trading in European Community“, *Washington and Lee Law Review*, Nr. 3/1991.
- Mook Lee Hun, „Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union“, 2008, доступно на адреси: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1192102, 27. 11. 2022.
- Раичевић Вук, Ковачевић Маја, „Правни аспекти злоупотребе берзанског тржишта“, *Економија, теорија и пракса*, бр. 3/2013. (Raičević Vuk, Kovačević Maја, „Pravni aspekti zloupotrebe berzanskog tržišta“, *Ekonomija, teorija i praksa*, br. 3/2013)
- Тешић Ненад, „Пословна тајна на српски начин (*de lege lata*)“, *Усклађивање њословној њрава Србије са њравом Европске уније (2011)* (ур. Вук Радовић), Београд, 2011. (Tešić Nenad, „Poslovna tajna na srpski način (*de lege lata*)“, *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2011)* (ur. Vuk Radović), Beograd, 2011)

Marija VRANIĆ

Student at the University of Belgrade Faculty of Law, Serbia

LEGAL TREATMENT OF INSIDER INFORMATION ACCORDING TO THE NEW LAW ON CAPITAL MARKET

Summary

The legal treatment of insider information must be carefully and precisely determined, given the considerable number of specifics that accompany insider information and the multiple legal and economic consequences of its misuse. To the one who possesses it, insider information provides a significant advantage in terms of the disposal of the financial instruments to which it relates, in relation to investors in the same instruments to whom they are unknown. Since the advantage is based on an unjustified information asymmetry, insider trading is an unfair market action, which requires a strong legal response in the form of a ban and adequate sanctions in case of ignoring it.

The new Law on the Capital Market, the implementation of which has begun on January 6, 2023, brings certain changes in the legal treatment of insider information. Although the essence of the regulation of this institute remains the same, there is a noticeable harmonization of the regulations in this area with the regulations that exist within the framework of European Union law. The aim of this work is to analyze the current solutions, especially pointing out the introduced changes. The application of the comparative law method also contributes to the research results.

Key words: *Inside Information. – Law on Capital Market. – Investor. – Insider Trading. – Financial Instruments.*

Датум пријема рада: 2. 4. 2023.

Датум исправке рада: 28. 4. 2023.

Датум прихватања рада: 15. 5. 2023.