

Доц. др Мијат Јоцовић*

Примљено: 18.02.2013.

УДК: 343.2:336.7

Прегледни научни чланак

ЗАБРАЊЕНЕ РАДЊЕ У СЛУЧАЈЕВИМА ИНСАЈДЕРСКЕ ТРГОВИНЕ

У овом раду аутор је анализирао забрањене радње у случајевима инсајдерске трговине. Полазна хипотеза рада је да је прецизно дефинисање свих елемената инсајдерске трговине предуслов за ефикасно санкционисање злоупотреба повлашћених информација. Након објашњења значаја правног регулисања и санкционисања инсајдерске трговине, аутор је описао и објаснио забрањене радње у случајевима злоупотреба повлашћених информација. Аутор посебно наглашава чињеницу да се у уредном праву у прошлој деценији често дешавало да у судским поступцима дође до одбијања тужбених захтева и у случајевима у којима су постојале очигледне злоупотребе инсајдерских информација. Разлог се често налазио у чињеници да у правним изворима нијесу прецизно наведене све забрањене радње инсајдерима, или када су наведене, нијесу прецизно дефинисане. Циљ овог рада је да укаже на врсте забрањених радњи и на начине њиховог прецизног дефинисања и санкционисања у уредном праву и пракси.

Основни закључак до којег је аутор дошао током исцрпљивања и писања рада је да је у прошлој деценији дошло до еволуције у развоју овог институција. Класичне инсајдере, директоре и остала зависна лица у компанијама, замјењују професионални улагачи, чија је главна дјелатност зарада на основу повлашћених информација. За разлику од инсајдера из седамдесетих година прошлог вијека, који наивно користе повлашћену информацију без детаљније плана о избјегавању примјене закона или адекватне правне одбране, ове категорије су знајно опрезније и обученије за радње инсајдерске трговине, иако да њихово понашање широм свијета добија карактер организованог криминала. Због тога уредна

законодавства значајну улогу посвећују прецизном дефинисању забрањених радњи у случајевима инсајдерске трговине.

Кључне ријечи: инсајдерска трговина, забрањене радње, инсајдери, повлашћене информације, судска пракса.

1. УВОД

Вријеме у којем живимо с правом се може назвати ера информација. Франсис Бејкон (енгл. *Francis Bacon*) је још прије 400 година изговорио данас често цитирану реченицу - „Знање представља моћ“ (енгл. *knowledge is power*).¹ У свијету финансија тачне информације вриједје богатство, док њихово непознавање може довести до великих губитака. На основу свог положаја у емитенту вриједносних папира, одређене категорије лица (чланови одбора директора, извршни директори) долазе у посјед информација које нијесу доступне јавности, а могу да имају утицај на формирање цијене вриједносних папира. Са друге стране, лица која немају директан контакт са емитентом (рачуновође, ревизори, адвокати, инвестициони савјетни, брокери), обављајући на уговорној основи одређене послове, долазе до истих информација. Користећи информације у трговини вриједносним папирима, они имају могућност да остваре профит или избјегну губитак, док је укупна инвестициона јавност онемогућена да учини исто из једноставног разлога - не посједује информације. Случајеви из судске праксе показују да се у улози оптужених јављају различити правни субјекти, од извршних директора компанија до особа које раде у штампаријама. Све наведене категорије лица спаја једна заједничка нит: могућност да неправично остваре профит користећи повлашћене информације. Због наведеног, у упоредном праву, лицима која имају статус инсајдера забрањене су одређене радње којима се злоупотребљавају повлашћене информације.

Радње у којима правни субјекти остварују корист од чињенице да посједују информације које трећа лица (најчешће њихови конкуренти на тржишту) не познају нијесу појава само на финансијском тржишту. Овакве радње често се могу срести на тржишту рада, робе, на тржишту некретнина и сл. Ипак,

* Универзитет Црне Горе, Економски факултет Подгорица

¹ Видјети: К. Krawiec, *Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age*, *Northwestern University Law Review*, Vol. 95, No. 2, Chicago, 2001, 443-501.

искоришћавање инсајдерских информација на финансијском тржишту није дозвољено. Критичари законског регулисања и санкционисања инсајдерске трговине често наводе да је једино на финансијском тржишту забрањено коришћене повлашћених информација. У правној и економској теорији не постоји јединствено становиште у односу на проблем инсајдерске трговине и последице које изазива. Најгласнији противници инсајдерске трговине у њој виде облике непоштености, преваре, искоришћавања и похлепе, истичући да овакво понашање као ниједан други институт у праву представља *нејрихвајљиво лице капитализма*.² Знатно умјеренији став се налази у тези да је инсајдерска трговина активност која је супротна вјерности, ефикасности и правичности.³ Са друге стране, најчешће у економским анализама овог института, налазе се ставови да је инсајдерска трговина *злочин без жртве*, да би дозвољавање инсајдерске трговине имало користи за компанију, акционаре и инвеститоре јер би појачало информациону ефикасност тржишта вриједносних папира и сл.⁴

Током историје, мијењао се став инвестиционе јавности и однос државе према коришћењу повлашћених информација у трговини вриједносним папирима. Данас, у највећем броју држава, успостављање ефикасног система забране коришћења повлашћених информација представља један од главних предуслова развоја финансијског тржишта. Ипак, детаљна анализа овог сложеног правног института показује да се у укупној јавности у довољној мјери не разумију сви елементи злоупотребе повлашћених информација. Наиме, за настанак овог института потребно је да постоје: лице које посједује повлашћену информацију (инсајдер), повлашћена информација која мора да има одређене карактеристике (необјављена, материјална и сл.) и забрањена радња (трговина, одавање информација или подстицање на трговину). У домаћој правној теорији анализирани су појмови инсајдера, повлашћене информације и начин санкционисања инсајдерске трговине.⁵ Међутим, у довољној мјери нијесу

² Овај израз је први пут дипломатски употребио предсједник тадашње британске владе *Edward Heath*, приликом првих неуспјелих покушаја регулисања овог проблема у Великој Британији током 1972. године. Видјети: B. Rider, *The Control Of Insider Trading - Smoke and Mirrors*, Journal of Financial Crime, Vol. 8, 2000, 227-250.

³ Видјети детаљније: J. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School*, Duke Law Journal, 1986, 631; J. Moore, *What is really unethical about insider trading*, Journal of Business Ethics, 1990, 171-182.

⁴ H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966, 22.

⁵ Наведене теме су, између осталих, обрађиване у сљедећим чланцима домаћих аутора: С. Бунчић, *Субјекти инсајдерске трговине и њихова одговорност у праву Републике Србије*,

освијетљене забрањене радње инсајдерима. Циљ овог рада је да укаже на врсте забрањених радњи и на начине њиховог санкционисања у упоредном праву и пракси.

2. ЗАБРАЊЕНЕ РАДЊЕ ПОЗНАВАОЦИМА ПОВЛАШЋЕНЕ ИНФОРМАЦИЈЕ

У упоредном праву свим лицима која имају статус инсајдера забрањено је вршење три радње: трговина вриједносним папирима на основу повлашћених информација, радње објављивања повлашћених информација и радње подстицања трећих лица на основу повлашћених информација. Наведена забрана налази се и у европском законодавству.

2.1 Забрана трговине на основу повлашћених информација

Лица која имају статус инсајдера најчешће користе повлашћену информацију у куповини или продаји вриједносних папира. Током историје ова законитост се није промијенила. Бројни су примјери лица којима је куповина или продаја хартија од вриједности на основу повлашћених информација омогућила почетни капитал и углед у друштву. Прије више од двјеста година, породица Рокшилд је обезбиједила почетно богатство користећи, унапријед од гласника стечену информацију о побједи у Велингтонској бици над Наполеном на Ватерлоу. Ова информација је подстакла господина Рокшилда да купи вриједносне папире које је издала Влада Велике Британије. Када су вијести о побједи јавно објављене, цијена хартија је драстично порасла, што је Најтану Рокшилду омогућило да продајом раније купљених вриједносних папира стекне огромно богатство.⁶ Оснивач династије Кенеди, која је током прошлог вијека била једна од најутицајнијих породица у политичким и економским сферама у Сједињеним Америчким Државама (у даљем тексту: САД), почетну моћ у друштву стекао је злоупотребама инсајдерских информација у једном случају из

Право и привреда, вол. 45, бр. 1-4/2008; С. Бунчић, *Појам привилеђоване информације у европском и српском праву*, Право и привреда, вол. 44, бр. 9-12/2007; Н. Јовановић, *Где се гену санкција за инсайдерију упућеној*, Право и привреда, бр. 5-8/2009.

⁶ G. Lyon, J. J. Du Plessis, *The Law of Insider Trading in Australia*, Sydney, 2005, 5; T. Treadgold: *A tale of a little people in a dark*, Business Review Weekly, Sydney, 1998.

1920. године, када инсајдерска трговина није била законски регулисана у овој земљи.⁷ Од најстаријих случајева злоупотреба повлашћених информација од стране породице Рокшилд, до нових случајева, једна карактеристика је заједничка: узрочно - последична веза између постојања повлашћене информације и предузимања радње трговине.⁸ Забрана трговине се односи на сва лица која су знала или су морала знати да посједују повлашћену информацију.

Прва асоцијација највећем броју људи у односу на инсајдерску трговину односи се на остваривање профита. Прецизније, инсајдери користећи се положајем који имају, користећи информацију, трговином стварају профит. У односу на ову чињеницу и многе земље оправдавају законске забране инсајдерске трговине. Оваквој перцепцији доприноси и медијска пажња највећих случајева инсајдерске трговине (у готово свим случајевима ради се о стварању профита инсајдера).⁹ Међутим, лицима која располажу повлашћеним информацијама није

⁷ Да иронија буде већа у овом случају, приликом реформи током 1934. године био је члан комитета који је испред Конгреса учествовао у стварању законодавства којим је забрањена инсајдерска трговина, али и први предсједник Комисије за вриједносне папире у САД. Видјети детаљније: R. Kessler, *The Sins of the Father: Joseph P. Kennedy and the Dynasty he Founded*, New York, 1996, 74-105.

⁸ На примјер, у случају *BCSC v. M. Seifert and T. Alexander*, бивши предсједници управе компаније *Arakis Energy* у судском поступку су признали да су у току обављања своје функције трговали стотинама хиљада долара акцијама компаније на основу повлашћених информација. Суд је изрекао *Seifert*-у забрану било какве дјелатности везане за вриједносне папире у периоду од 12 година, а *Alexander* је кажњен са 1,2 милиона долара и забраном обављања дјелатности у периоду од 20. година. Видјети детаљније: W. McNally, B. Smith, *Do Insiders Play By the Rules?*, Canadian Public Policy – Analyse de Politiques, vol. XXIX, No.29, 2003, 125-144.

⁹ Најбољу потврду за наведену тезу представља случај Марте Стјуарт, која је 2004. године осуђена због злоупотребе инсајдерских информација и давања лажних изјава. Марта Стјуарт је била један од акционара компаније *Imclone System Stock* (у даљем тексту *Imclone*). Током 2001. године продала је 3.900 акција компаније у вриједности од 250.000 долара. Правни посао продаје акција није био споран, али је сумњу изазвала чињеница да је одмах након продаје вриједност акција на тржишту нагло пала. Такође, у децембру 2001. године, господин *Sam Waksal* је продао акције у компанији *Imclone* (коју је основао и у њој обављао функцију извршног директора). Тек након одређеног времена, *Imclone* је објелоданио информацију да Управа за храну и лекове (енгл. *Food and Drug Administration*) није одобрила лијек који су развили (радило се о истраживању лијека против рака), што је изазвало значајан пад у цијени вриједносних папира. Продајом у право вријеме Стјуарт је избјегла губитак од 45.000 долара. Ипак, са сигурношћу се може рећи да би, у случају да је само могла да претпостави какве ће јој неприлике донијети наредни догађаји, истог момента прихватила да поднесе губитак. Марта Стјуарт је са америчком Комисијом за вриједносне папире САД постигла погодбу без порицања или признавања било какве радње. Према условима погодбе било јој је забрањено обављање функције директора у било којој компанији за период од пет година и новчано је кажњена у износу од 195.000 долара. Специфичност овог случаја налази се у чињеници да инсајдерска трговина може бити узрок других законом забрањених радњи. У овом

забрањена само трговина вриједносним папирима већ и само објелодањивање такве информације трећим лицима, као и подстицање трећих лица да тргују вриједносним папирима компанија о којима инсајдери посједују информацију.

У протеклим годинама, због учесталости инсајдерске трговине, јављају се различити случајеви злоупотреба који отежавају откривање и утврђивање одговорности. Посебно је учестала злоупотреба повлашћених информација у којима учествују чланови породице. На примјер, посебну категорију чине случајеви у којима повлашћене информације злоупотребљавају брачни другови, сродници и пријатељи. Злоупотреба инсајдерских информација од стране брачних другова често обухвата случајеве у којима оба брачна друга имају значајне успјехе у каријерама, што им даје приступ инсајдерским информацијама. Неки аналитичари ове случајеве називају „случајеви са јастука“ (енгл. *pillow talks*). У оквиру ове категорије постоје двије ситуације: а) када брачни другови тргују заједно¹⁰ и б) један брачни друг тргује на основу информација које му обезбјеђује други брачни друг.¹¹ Такође, случајеви у којима су укључени остали чланови породице могу бити различити. Некада се дешава да отац учествује у злоупотреби информација са синовима,¹² док неки случајеви укључују однос отац - ћерка или браћа и сестре.¹³

случају ради се о давању лажне изјаве и смањењу вриједности акција друге компаније, што је узрок за подизање тужбе од стране њених акционара. Марта Стјуарт је била суочена са три паралелна поступка чији је узрок била трговина вриједносним папирима: а) парнични поступак од стране акционара; б) тужба од стране Комисије за вриједносне папире и в) кривични поступак због лажног давања исказа. Детаљније о овом познатом судском поступку видјети: J.L. Schroeder, *Envy and outsider trading: The case of Martha Stewart*, *Cardozo Law Review*, New York, 2005, 2020-2080.

¹⁰ Током 2007. године SEC је поднијела тужбу против *Jennifer Wang*, која је била запослена у компанији *Morgan Stanley & Co., Inc.*, и њеног супруга Рубена Чена, бившег радника компаније *ING Investment Management Services LLC*. Они су оптужени да су куповали вриједносне папире прије јавног објелодањивања информације у којима су кроз три трансакције остварили профит у износу од 600.000 долара. Трговина је вршена преко рачуна супругине мајке која је живјела у Пекингу.

¹¹ Видјети случај: *SEC v. Balkenhol*, Civil Action No. C-07-2537 JCS.

¹² Видјети случај: *SEC v. Terese Dearmin*, Civil Action No. 1: 07-CV-01089.

¹³ Некада је инсајдерска трговина, односно жеља једног супружника да дође до профита на основу инсајдерске информације, јача од повјерења које постоји, или је до тада постојало између супружника. Илустративан примјер је случај *SEC v. Mcdonald*. У овом случају муж је искористио информације које му обезбиједила супруга и прослиједио је двојици својих пријатеља. Супруга је била запослена у одсјеку инвестиционе компаније Мерил Линч у Онтарију и некада је разговарала са својим супругом о свом раду, претпостављајући да ће информације које му изнесе бити повјерљиве. Оптужница је подигнута само против једног лица, господина Мекдоналда, док су жена и лица која су

2.2 Забрана објелодањивања повлашћене информације

Поред забране трговине, у упоредном праву је забрањено објелодањивање повлашћене информације од стране инсајдера. Ова забрана је резултат сазнања да су трећа лица, која немају статус инсајдера, на основу повлашћених информација које би добијала од инсајдера, стварала профит или избјегавала губитак. Ова чињеница има и социолошку димензију, јер се положај у многим друштвима користи да би се омогућило блиским пријатељима (најчешће члановима породице стицање профита или избјегивање губитака).

У упоредној пракси наведена забрана је прихваћена. Ипак, разлике постоје у односу на изузећа од забране објелодањивања, у односу на разлоге када се може вршити откривање, круг лица којима се могу давати информације и сл. На примјер, у праву Аустралије и Новог Зеланда лице које је свјесно да посједује инсајдерску информацију не смије је откривати трећем лицу, директно или индиректно, ако зна или би требало да зна да ће касније трговати вриједносним папиром на основу добијене информације. Друге земље не траже постојање било каквог услова, већ једноставно обавезују инсајдере да не одају инсајдерске информације, предвиђајући изузетке када могу да то ураде. Спорно питање је да ли лица која објелодане инсајдерску информацију трећем лицу да би га обесхрабрила, односно одвратила од инсајдерске трговине крше закон.

У праву САД примарни и секундарни инсајдери су одговорни за откривање информација трећем лицу, само у случају да откривање информације значи и кршење фидуцијарне обавезе или неке друге обавезе и ако је откривање извршено са циљем стицања профита лица коме се информација открива. Међутим, у процесима преузимања ово правило се не примјењује. Било које лице је одговорно за откривање инсајдерских информација када постоји сумња да ће прималац информације извршити трговину вриједносним папирима. Ипак, постоје изузеци у случајевима размјене информација учињених у складу са савјесношћу и поштењем према директорима, савјетницима, агентима или запосленим у компанијама које учествују у преузимању у односу на припремање понуде за преузимање.

директно учествовала у трансакцији изузети из оптужнице. Видјети: *SEC v. Mcdonald* 699 F.2d 47 из 1983. године.

У односу на кршење ове обавезе у упоредном праву инсајдери имају лепезу могућих одбрана:

- ако је откривање информација извршено у оквиру редовног обављања професије дјелатности и дужности примарних или секундарних инсајдера. У праву Јужне Африке и у овом случају се мора навести у писаној форми да информација која се открива има карактер повлашћене информације. У систему одговорности у Енглеској, захтијева се да дозвољено откривање инсајдерске информације треба да буде праћено изјавом у којој се наводи да је информација повлашћена и да прималац информације не смије трговати вриједносним папирима емитента на којег се односи док не постане јавно доступна;
- у неким земљама инсајдер одбрану од оптужби може заснивати на аргументу да није очекивао да ће откривање информације утицати да прималац информације или треће лице тргује вриједносним папиром емитента. Оваквом одбраном може се заштити инсајдер који је одао информацију трећем лицу не у склопу редовних дужности, професије или запослења, него из трећег разлога у који не спада одавање ради трговања тог лица вриједносним папиром;
- у енглеском праву могућност ослобођења постоји ако инсајдер може доказати да, иако је очекивао да се може догодити да ће прималац информације трговати вриједносним папиром, није очекивао да ће таква трговина резултирати стварањем профита или избјегавањем губитка.

У праву САД не постоји директна забрана инсајдерима ако прималац информације не врши трговину вриједносним папиром.¹⁴ На крају, ова дјелатност је у последњим година можда и најопаснија радња инсајдера. Одавање инсајдерске информације се врши у замјену за проценат од оствареног профита, а недозвољене шеме инсајдера које су откривене у неким случајевима показују да се ради о добро организованим групама које остварују милионске профите на овај начин. Један илустративан примјер најбоље ће указати на стварну пријетњу овакве праксе за интегритет тржишта. Током 2006. године америчка Комисија за

¹⁴ Видјети: В. Bergmans, *Inside Information and Securities Trading - A Legal and Economic Analysis of the Foundation of Liability in the USA and European Union*, London, 1991, 38.

вриједносне папире (у даљем тексту: *SEC*) покренула је поступак против 17 лица у случају *Reebok*, за које је тврдила да су учествовали у међународној мрежи злоупотребе повлашћених информација и остварили недозвољени профит у износу од 6,8 милиона евра, крадући информације, између осталих, од *Merrill Lynch-a*, *Business Week-a* и пороте суда у Њујорку. Овај случај, вјероватно као мало који до сада, показује упорност и оштроумност чланова комисије у дуготрајним поступцима откривања крађа на тржишту капитала, али и неопходност размјене података у случајевима инсајдерске трговине. У овом случају *SEC* је тврдила да су два физичка лица, један садашњи и један бивши запослени у компанији *Goldman-Sachs*, учествовали у сложеној и широко постављеној шеми, у којој су противзаконито долазили до повлашћених информација од различитих извора, а затим их прослеђивали трећим лицима која су трговала на основу њих у САД и Европи. Истрагу је иницирала чињеница да је пензионисана кројачица из Хрватске извршила неколико сложених трговина опцијама компаније *Reebok International, Ltd.* Само дан након њене последње трговине, *Reebok* је објавио да је прихватио понуду за преузимање од компаније *Adidas-Salomon AG*. Ова чињеница је бившој кројачици дала могућност да стекне профит од два милиона еура. Због несразмјерног, и у најмању руку сумњиво оствареног профита, *SEC* је дала налог да се замрзне рачун на којем је извршена трговина. Даља истрага је показала да је кројачица из Хрватске трговала по инструкцијама свог нећака Дејвида Пајчина, бившег брокера компаније *Goldman-Sachs*, и Еугена Плоткина, његовог сарадника у послу и инвестиционог савјетника у истој компанији. Поред Плоткина и Пајчина организацију су чинила и друга лица која су међусобно била повезана на невјероватан начин. Функционисали су тако што су једни долазили до информација, други трговали на основу њих, а затим дијелили профит.¹⁵

¹⁵ Главна особа у цијелој организацији био је аналитичар сектора за фузије и преузимања у компанији *Merryl Lynch*, који је достављао необјављене повлашћене информације о предстојећим корпоративним трансакцијама. Један од чланова радио је у штампарии у Винконсину, са циљем да доставља податке из новина *Business Week*, прије њиховог штампања. На крају, у цијелу причу био је умијешан и курир у суду у Њујорку, чији је задатак био да доставља податке о компанијама против којих се намјерава покренути истражни поступак. Поред компаније *Reebok*, сматра се да је наведена група трговала хартијама још 26 компанија.

2.3 Забрана подстицања на трговину

Ако хипотетички замислимо директора који посједује важну повлашћену информацију, која му са сигурношћу може донијети профит или могућност да смањи губитак, можемо покушати да претпоставимо начин његовог размишљања. Данас, у времену јачања инсајдерске трговине, не може се рачунати на незнање, лакоисленост или похлепу на основу које би одмах, без размишљања, контактирао брокера и дао му налог за куповину или продају вриједносног папира. Они су упознати да су механизми откривања инсајдерске трговине развијенији у односу на шездесете и седамдесете године прошлог вијека, и да је, захваљујући високим профитима, свијест јавности о потреби кажњавања појачана. Међутим, опет је тешко замислити да ће лице које је по природи предузетник и жели да извуче максимим из свега чим располаже, игнорисати да му свакодневне прилике за остварење профита пролазе. У том случају, стоји му на располагању да нађе механизам за који зна да се теже открива путем којег ће омогућити њему блиским лицима да остваре профит.¹⁶ Законодавства широм свијета забрањују инсајдерима подстицање трећих лица да тргују вриједносним папирима.¹⁷

Инсајдер ће бити одговоран, иако вјерује да лице коме је одао информацију неће трговати или ако је савјетовао друго лице да савјетује треће (индиректно кршење правила о инсајдерској трговини). У праву Аустралије не захтијева се да постоји фидуцијарна обавеза између лица које посједује информацију и лица кога подстиче на вршење радњи у вези са инсајдерском рањом, већ су инсајдери одговорни за подстицање трећих лица да тргују на основу инсајдерских информација, осим ако се не примјењују законска ограничења. У праву САД, примарни и секундарни инсајдери су одговорни за препоручивање и подстицање да трећа лица тргују вриједносним папирима само ако крше фидуцијарну или сличну обавезу према извору информације. Као и случају откривања

¹⁶ На примјер, у судском спору *OSC v. R. Theberge* у праву Канаде. На основу информација да ће компанија *CML Corporation* бити предмет непријатељског преузимања, које је добио од оца, господин *Theberge* је купио 6.500 акција по различитим цијенама. У том периоду његов отац је био предсједник одбора директора компаније. Након објелодањивања информације о преузимању, продао је акције и зарадио приближно 15.000 долара. У јуну 2001. године надлежни суд му је изрекао новчану казну у износу од 25.000 долара и забрану обављања трговине 120 дана.

¹⁷ „Лице које посједује инсајдерску информацију не смије подстицати друга лица (нити давати савјете на основу повлашћених информација којима располаже) да тргују таквим информацијама знајући или морајући знати да ће то лице то учинити”. М. Васиљевић, *Компанијско право*, Београд, 2005, 364.

информације, инсајдери имају могућност одбране у судском поступку доказивањем да би исто поступили и у ситуацији да нијесу посједовали инсајдерску информацију. У енглеском праву инсајдери имају могућност одбране ако докажу да остварени профит или избјегнути добитак нема везе са њиховом радњом одавања информације или ако вјерују да је информација довољно јавно објелодањена да се избјегне чињеница да неке категорије лица могу остварити предност на основу инсајдерске информације. Већина земаља, као и у случају откривања инсајдерских информација, не забрањује подстицање трећих лица да не тргују вриједносним папирима.¹⁸

¹⁸ Примјер из судске праксе европског суда може на сликовит начин да покаже како се приликом анализе конкретног случаја мијења статус одређених лица, и да у највећој мјери одговорност зависи од става који суд заузме у конкретном случају, а мање од садржине правних правила. Такође, један исти случај може да активира одговорност више лица по различитим правним основима. Господин *Groongard* је обављао функцију представника радника у одбору директора компаније *RealDenmark* (у даљем тексту *RD*). Такође, обављао је функцију секретара синдиката запослених у финансијском сектору и члана координационог одбора између синдиката и компаније *RD*. Одбор директора *RD-a* је донио одлуку о спајању са другом компанијом. Присуствујући састанку у својству члана одбора директора о тој чињеници господин *Groongard* је обавијестио генералног секретара синдиката господина *Bania* са циљем да добије помоћ од особља синдиката да се изборе са евентуалним последицама које би могле да претрпе радници након спровођења пословне операције. Ток информација се није завршио на овом нивоу, јер је Банг обавијестио свог колегу из секретаријата синдиката (господина *Christensena*). У цијелој причи г-дин *Christensen* није видио прилику да заштити права радника у предстојећем поступку, већ могућност да оствари профит. Наиме, он је након добијене информације купио акције *RD-a*. Након објелодањивање информације о спровођењу спајања цијена акција је нагло порасла (за више од 65%) што је омогућило остварење профита након продаје акција (ни износ профита није симболичан, радило се о 180.000 еура). Чини се једноставно дати одговор у овом случају ко је извршио злоупотребу повлашћене информације. Без дилеме, сумња на првом мјесту пада према *Christensenu*, јер се код њега види намјера да се оствари профит. Ипак, већ на почетку јавили су се одређени правни проблеми. Да ли се преговори о намјери да се изврши преузимање могу сматрати инсајдерском информацијом (ко може да тврди да ће преговори бити позитивно окончани)? Да би се информација сматрала довољно прецизно довољно је да се може разумно очекивати да ће се остварити (енгл. *come into existence*) под условом да ће изазвати утицај на цијену вриједносног папира (Directive 2003/124/EC чл.1 ст.1). Ако се информација односи на процес који са одвија у фазама, информација о свакој појединој фази процеса, као и о цијелом процесу може бити прецизна информација (CESR 06-562, par. 1-6). Дакле, информација о преговорима на основу тумачења се сматра повлашћеном информацијом. Услов који се тиче трговине вриједносним папирима је остварен једино код *Christensena*. Следећи правни проблем који је захтијевао тумачење био је његов статус, односно да ли је примарни или секундарни инсајдер. Иако није у управљачким структурама емитента, он је до инсајдерске информације дошао у оквирима обављање свог посла. Дискутабилно је да ли се ова норми односи на запослење у трећем лицу (у овом случају синдикату). Ближи смо ставу да је имао статус секундарног инсајдера, јер је знао да информација има статус повлашћене информације. Приликом утврђивања одговорности *Christensena* није постојала сумња, већ је било потребно само наћи основе у законодавству. Ситуација је другачија кад су у питању члан одбора директора који је

3. КРИТИЧКИ ОСВРТ НА ЗАКОНСКО УРЕЂЕЊЕ ЗАБРАЊЕНИХ РАДЊИ У ПРАВУ ЦРНЕ ГОРЕ

Право Црне Горе не одређује прецизно забрањене радње инсајдера. Умјесто прецизне норме којом се одређују забрањене радње инсајдерима, црногорски законодавац користи непотребно компликовану формулацију. Наиме, у чл. 102 ст. 1 Закона о хартијама од вриједности Црне Горе наводи се да, ниједно лице било да послује са хартијама од вриједности или савјетује друго лице, не смије користити повлашћене информације.¹⁹ Из наведеног се стиче утисак да је правна норма непотпуна, јер се уопште и не помињу забрањене радње. Непрецизно или непотпуно регулисање забрањених радњи може створити правне проблеме, односно дати простор инсајдерима да врше одређене правне радње, користећи повлашћене информације без страха од евентуалног санкционисања. Забрана се не односи само на куповину и продају вриједносних папира већ и на друге облике располагања хартијама од вриједности. Приликом формулисања ове забране треба бити посебно опрезан, јер куповина или продаја нијесу једини правни основи стицања или отуђења вриједносних папира. Поред куповине и

пренио информацију и члан синдиката који је одао информацију колеги. Аргумент против њихове одговорности налази се у непостојању намјере да се оствари профит. Њихова одговорност налази се у домену одавања информација. Овај дио је изазвао највише контроверзи и расправа приликом доношења пресуде. Директива о злоупотреби тржишта изричито предвиђа да одговорност не постоји ако се информација одаје у склопу обављања радних обавеза, професије или дужности. Европски суд је изнио став да ова ситуација, без обзира на ограничења директиве, у највећој мјери зависи од права земље чланице. У том смислу суд се није ограничио на разматрање да се могу ослободити одговорности на основу наведеног правила. Са друге стране, истовремено је понудио одређене смјернице у овом случају. Наведени изузетак у директиви прецизира да мора да постоји чврста веза између објелодањивања информација и извршења радних обавеза, професије или обавезе и да је објелодањење информације изричито неопходно ради извршења радних обавеза, професије или обавезе. Наведена ситуација се више може примијенити на господина *Groongarda* јер је као запослени у борду директора, преносећи информацију покушао да заштити права запослених у предстојећем поступку преузимања коју је компанија намјеравала да изврши. На крају, господин Банг је био одговоран, без разликовања да ли је био примарни или секундарни инсајдер, јер је без сумње одао трећем лицу информацију за коју је знао да има својство инсајдерске информације. О наведеном спору и утицају судске праксе на развој института у оквиру ЕУ детаљније видјети: М. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case Based Analysis*, Law and Financial Markets Review, 2008, 39-48.

¹⁹ Видјети детаљније: Закон о хартијама од вриједности Црне Горе ("Сл. лист РЦГ", бр. 59/00, 10/01, 43/05, 28/06, "Сл. лист Црне Горе", бр. 53/09 од 07.08.2009), чл. 101.

продаје, ова забрана се односи и на друге облике располагања вриједносним папирима. На примјер, поклон, размјена, залога, позајмљивање вриједносних папира су облици располагања које је неопходно санкционисати ако их врше инсајдери са намјером стицања профита или избјегавања губитка. Позитивно право Црне Горе директно не помиње ни друге двије забране које познаје упоредно право – забрану саопштавања повлашћене информације и забрану подстицања на трговину. Наведене забране су директно наведене у српском позитивном праву.²⁰

4. ЗАКЉУЧАК

У последњим годинама, због учесталости инсајдерске трговине, начина на који одређени инсајдери остварују профит, броја лица која учествују у неким случајевима и висине остварене зараде, са пуним правом се може говорити о стварању посебне професије - инсајдерске трговине. Наиме, између различитих лица се стварају мреже на основу којих се размјењују и користе повлашћене информације у замјену за проценат од оствареног профита. Ова пракса представља највећу пријетњу за интегритет тржишта и изазов за регулаторе тржишта широм свијета. Класичне инсајдере, директоре и остала запослена лица у компанијама, замјењују професионални улагачи, чија је главна дјелатност зарада на основу повлашћених информација. За разлику од директора компанија из седамдесетих година прошлог вијека, који наивно користе повлашћену информацију без детаљнијег плана о избјегавању примјене закона или адекватне правне одбране, ове категорије су знатно опрезније и обученије за радње инсајдерске трговине, тако да њихово понашање широм свијета добија карактер организованог криминала.

У упоредном праву постоје различити приступи приликом одређивања елемената бића дјела инсајдерске трговине. Ипак, намеће се закључак да је прецизно одређење елемената бића дјела предуслов за спречавање инсајдерске трговине и заједнички недостатак који у великом броју земаља, већ на првом кораку, спречава или ограничава ефикасну борбу против лица која злоупотребљавају повлашћене информације. Непрецизно и непотпуно

²⁰ Видјети: Закон о тржишту капитала Србије ("Сл. гласник РС", бр. 31/2011), чл. 76. 77.

дефинисање елемената дјела ствара правну несигурност и даје могућност ослобађања одговорних лица без обзира на очигледне злоупотребе, па правни системи често представљају најбољу заштиту инсајдерима. Ово правно питање је важно за Црну Гору, јер црногорско право не садржи прецизно одређење забрањених радњи. Због свега наведеног, сматрамо да је сљедећим законским промјенама у овој области потребно посветити пажњу и овом питању и прецизније га регулисати.

Mijat Jocović, Ph.D
University of Montenegro, Faculty of Ecomics Podgorica

PROHIBITED ACTIVITES IN INSIDER TRADING CASES

Summary

In this paper, the author has analyzed the prohibited activities in insider trading cases. The main assumption is that the precise definition of all the elements of insider trading is a prerequisite for effective sanctions for misuse of privileged information. After explaining the importance of regulation and sanctioning of insider trading, the author has described and explained the prohibited activities in cases of misuse of privileged information. The author emphasizes the fact that in comparative law in the past decade often happened that the lawsuits are rejected where the obvious abuse of insider information exists. The reason is often found in the fact that the legal sources are not accurately listing all prohibited insiders' activities, or when given, are not precisely defined. The aim of this paper is to highlight the types of prohibited activities and the ways to precisely define and sanction the same in comparative law and practice.

The main conclusion which the author made, during the research and writing of the paper, is that in the last decade has witnessed an evolution in the development of this institute. Professional investors, whose main activity is based on the profit made by privileged information, are replacing classic insiders, directors and other employees in companies. In contrast to the insiders of the seventies, who naively used privileged information without a detailed plan for the avoidance of law enforcement or adequate legal defense, the above mentioned categories are much more cautious and better trained for insider trading actions, so that their behavior around the world has the character of organized crime. Therefore, comparative laws devote considerable attention to the precise definition of the prohibited activities in cases of insider trading.

Keywords: insider trading, prohibited activities, insiders, privileged information, judicial practice.