

Vladimir Jovanović*

Nenad Avramović**

UDK: 343.353: 347.731.1

BIBLID: 0352-3713 (2011); 29, (4-6): 18-33

PREGLEDNI RAD

PRIVILEGOVANA INFORMACIJA U BERZANSKOJ TRGOVINI

REZIME: Privilegovana informacija u osnovi znači specijalni benefit koji je dostupan određenoj osobi ili određenoj grupi ljudi i, kao takav, propisima je posebno definisan. Za razliku od privilegovanih, takozvane obične informacije privredni subjekti su dužni da učine dostupnim javnosti. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugim finansijskim instrumentima Republike Srbije privilegovanu informaciju definiše kao informaciju u vezi sa hartijama od vrednosti koja bi u slučaju da je javno objavljena značajno uticala na cenu hartija od vrednosti.

U pravu Evropske unije poverljiva informacija poznata je kao unutrašnja informacija o aktivnostima kompanija koja nije objavljena niti dostupna javnosti. Zabrana korišćenja poverljivih informacija se odnosi na sva lica koja znaju ili su morala znati da je poseduju, a posebno na lica koja su u obavljanju svojih poslova, svoje profesije ili funkcije saznala za istu. Otuda je jedinstven stav i pravne teorije i prakse da je svaka trgovina hartijama od vrednosti koje se odnose na poverljive informacije nelegalna. Insajderska trgovina poverljivim informacijama ni u praksi država sa razvijenim organizovanim tržištima kapitala nije posebno bogata, a posebno ne u Republici Srbiji u kojoj tržište kapitala čini tek početne korake.

Ključne reči: privilegovana informacija, insajderska informacija, zloupotreba privilegovane informacije, direktive EU, insajdersko trgovanje, odgovornost.

* Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Univerzitet Privredna akademija, Novi Sad

** Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Univerzitet Privredna akademija, Novi Sad

Uvod

Pojam privilegovane informacije se definiše kroz pojam privilegije koji označava ekskluzivne mogućnosti koje nisu dostupne široj javnosti. Privilegija u osnovi znači specijalan benefit izuzetak od obaveze ili imunitet od kazne dat određenoj osobi ili grupi ljudi.¹ Privilegovana informacija se, dakle, odnosi na svaku informaciju koja je dostupna ili data određenoj osobi odnosno, grupi ljudi. Ukoliko pojmu privilegovane informacije dodamo i dodatno određenje, da je ona iz domena javnog akcionarskog društva čije su akcije predmet trgovanja na organizovanom tržištu, u tom slučaju pojam privilegovane informacije uključujemo u jedan specifičan odnos koji obuhvata ne samo akcionarsko društvo već i brokersko dilersko društvo, organizovano tržište, regulatorna tela, investitore i druge. U složenom odnosu koji pomenuti instituti privrednog prava ostvaruju nalazi se i suština kompleksnog definisanja pojma privilegovane informacije i njene pravne prirode.

Zakonska regulativa zato posebno definiše pojam privilegovane informacije, kao što propisuje pravila koje se odnose na informisanje i izveštavanje javnih društava, precizirajući one informacije i izveštaje koje su ovi u obavezi da objavljuju, odnosno dužni da učine dostupnim javnosti. Ukoliko na ovu problematiku gledamo na pomenuti način, možemo doći do zaključka da su izveštavanje i informisanje javnih društava dve odvojene celine. Izveštavanje se odnosi na evidentirane podatke o javnom društvu, dok se informisanje u tom slučaju može odnositi na predočavanje javnosti određenog događaja ili podataka koji su u toku evidentiranja. Ovakav pristup se može izvesti iz samog pojma „informacije”, koji se definiše kao: saznanje izvedeno iz učenja, iskustva ili instrukcija; skup činjenica i podataka; prenošenje, saopštavanje saznanja. Privilegovana informacija se, izvedena iz tog konteksta, odnosi na informacije ili tako reći saznanja koja još uvek nisu u formi evidentiranih izveštaja i dostupna su samo privilegovanoj osobi ili grupi ljudi.

Pojam pravne prirode privilegovane informacije

Određenje pravne prirode pojma privilegovane informacije je specifično kada se radi o javnom društvu čije su hartije od vrednosti predmet trgovanja na organizovanom tržištu. Osnovni razlog za posebno definisanje pojma privilegovane informacije u pomenutom slučaju je da bi se sprečila

¹ <http://legal-dictionary.thefreedictionary.com/privileged>

trgovina hartijama od vrednosti na osnovu informacija koje nisu objavljene na neki od načina predviđenim zakonskim odredbama.²

Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine, privilegovanu informaciju definiše kao bilo koju informaciju o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupaca odnosno prodavaca hartija od vrednosti ili činjenicama koje se odnose na jednu ili više hartija od vrednosti, koje nisu dostupne javnosti a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu hartijama od vrednosti odnosno na njihovu cenu na organizovanom tržištu. Prema zakonskom određenju privilegovana informacija je ona informacija, koja nije javno objavljena, ima preciznu prirodu, koja je u vezi sa hartijama od vrednosti i koja bi da je javno objavljena verovatno, imala značajan uticaj na cenu hartija od vrednosti.

Direktive Evropske unije privilegovanu informaciju definišu kao „inside” – „unutrašnju” informaciju odnosno, „materijalnu informaciju o aktivnosti kompanije koja nije objavljena u javnosti”. „Evropsko” određenje privilegovane informacije je nešto šire i pod privilegovanom, odnosno „insajd” informacijom, podrazumeva se svaka precizno određena informacija koja nije javno dostupna, koja se direktno ili indirektno odnosi na jednog ili više izdavaoca hartija od vrednosti ili na jednu ili više hartija od vrednosti. Takođe, privilegovana informacija je ona koja može značajno uticati na razvoj i formiranje cena na organizovanom tržištu i kao takva se može smatrati informacijom koja se indirektno odnosi na jednog ili više izdavaoca hartija od vrednosti ili se može odnositi na jedan ili više izvedenih hartija od vrednosti.³ Prema istoj direktivi „insajd” informacija se može sastojati u sticanju ili raspolaganju hartijama od vrednosti od strane osobe koja zna ili je trebala znati da informacija koju poseduje predstavlja „insajd” informaciju. U pogledu toga kompetentni nadležni organi treba da imaju obzira prema tome šta normalna i razumna osoba zna ili je trebala znati u datim okolnostima.

Pored toga, sama činjenica da market mejkleri, ovlašćena lica, lica ovlašćena da izvršavaju naredbe u ime trećeg lica sa „insajd” informacijama ograničavaju sebe, nastavljajući svoj legitimni posao kupovine i prodaje hartija od vrednosti, ili u krajnjem slučaju izvršavajući naredbu sa dužnošću, ne treba da se koristi „insajd” informacijom.⁴

² Obaveštenje o pojmu i pravnoj prirodi privilegovane informacije, Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije

³ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003

⁴ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003

Domaći pravni okvir konstituše dva načela na tržištu hartija od vrednosti. To su načela jednakog položaja investitora i načelo zaštite investitora od zloupotrebe privilegovanih informacija. Stoga je i u skladu sa direktivama Evropske unije i Zakon o tržištu hartija od vrednosti predviđeno da niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže hartijama od vrednosti korišćenjem privilegovanih informacija. Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se na sva lica koja znaju ili su morala znati da poseduju privilegovanu informaciju a posebno na lica koja su u obavljanju svojih poslova, svoje profesije ili funkcije saznala za privilegovane informacije.⁵

Prema Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata R. Srbije iz 2006. godine krug lica obuhvata: zaposlene kod izdavaoca hartija od vrednosti, članove uprave i nadzornog odbora izdavaoca, revizora, portfolio menadžera, investicionog savetnika, brokera, finansijskog analitičara, računovođu, knjigovođu, advokata, aktuara, procenjivača, veštaka ili sudiju. Zabrana korišćenja privilegovanih informacija se prema domaćem zakonodavstvu odnosi i na : sva lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca hartija od vrednosti od najmanje 10%; na zavisno društvo izdavaoca kao i na sva ona lica koja su stekla privilegovanu informaciju odnosno, znaju ili su mogli znati da su je stekli od svih napred navedenih lica.

Podaci o privilegovanoj informaciji, shodno Zakonu, se čuvaju kao poslovna tajna, odnosno, napred navedena lica su dužna da podatke o privilegovanoj informaciji čuvaju kao poslovnu tajnu. Dužnost čuvanja poslovne tajne je takođe definisana i Zakonom o privrednim društvima iz 2004. godine. Prema navedenoj pravnoj normi poslovnom tajnom se smatra informacija o poslovanju određena osnivačkim aktom, aktom ili ugovorom ortaka ili ugovorom članova društva, odnosno osnivačkim aktom ili statutom akcionarskog društva, za koju je očigledno da bi prouzrokovala znatnu štetu privrednom društvu ako dođe u posed trećeg lica.⁶ Prema zakonu status poslovne tajne odnosi se na informacije čije saopštavanje trećem licu može doneti štetu poslovanju društva. U domen poslovne tajne ne spadaju one informacije koje su u vezi sa povredom zakona, dobre poslovne prakse ili principa poslovnog morala, uključujući i informaciju za koju postoji osnovana sumnja na postojanje korupcije, kao i one informa-

⁵ Član 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Službeni glasnik RS, br. 47/06.

⁶ Član 38, stav 1 Zakona o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 125/04.

cije čije je objavljivanje obavezno u skladu sa zakonom. Međutim, kada je u pitanju javno društvo čije su hartije od vrednosti predmet trgovanja na organizovanom tržištu problem definisanja poslovne tajne je nešto kompleksniji. Naime, prenošenje i saopštavanje podataka i informacija trećem licu pored toga što može ugroziti poslovanje društva može i uticati na cenu hartija od vrednosti na organizovanom tržištu.

Položaj javnih društva čije su hartije od vrednosti predmet trgovanja na organizovanom tržištu je specifičan te je stoga potrebno razgraničiti donekle pojam poslovne tajne i privilegovane informacije, obzirom da domaći pozitivno pravni normativ pralelno tretira pojam poslovne tajne za sva privredna društva.

U skladu sa Direktivama Evropske unije domaća regulativa takođe predviđa obavezu javnih društva da sačine spisak lica koja mogu imati direktan pristup privilegovanim informacijama, da ih dostave Komisiji za hartije od vrednosti ili drugom nadležnom organu u roku od sedam dana od dana upisa u registar privrednih društava, kao i da ih u pismenoj formi upoznaju sa obavezom čuvanja privilegovanih informacija i propisanim sankcijama u slučaju ne poštovanja propisanih obaveza. Spisak pomenutih lica najamnije sadrži podatke koji se odnose na njihov identitet kao i razlog i datum stavljanja na spisak. U cilju sprečavanja zloupotrebe privilegovanih informacija Komisija za hartije od vrednosti ima ovlašćenje da od svih lica kojima mogu biti dostupne privilegovane informacije zahteva određena obaveštenja ili podatke, kao i da pokreće postupak pred nadležnim državnim organom ako utvrdi da je došlo do zloupotrebe privilegovane informacije.

Lica koja imaju pristup privilegovanim informacijama društva mogu kupovati i prodavati hartije od vrednosti ukoliko o tome obaveste nadležne regulatorne organe. Pravilnikom o prodaji hartija od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije je, u skladu sa Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, definisano da: lice koje namerava da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaže hartijama od vrednosti u odnosu na koga se smatra da zna ili je morao znati da poseduje privilegovanu informaciju a posebno u odnosu na lice koje je u obavljanju poslova, svoje profesije ili funkcije saznalo za privilegovanu informaciju „insajder”, dužno je da o svakoj kupovini ili prodaji hartija od vrednosti na koje se odnosi privilegovana informacija obavesti izdavaoca, Komisiju za hartije od vrednosti i berzu, odnosno organizatora tržišta na kome se obavlja trgovina tim hartijama. Lica koja su zakonskom regulativom definisana kao posebna lica koja u obavljanju svojih poslova i svoje profesije ili

funkcije imaju pristup privilegovanim informacijama dužna su da dostave regulatornom telu kao i organizovanom tržištu sledeće podatke: poslovno ime i sedište izdavaoca hartija od vrednosti kojima se trguje; poslovno ime i sedište za pravno lice, odnosno ime, prezime i adresu insajdera; poslovno ime i sedište brokersko-dilerskog društva koje učestvuje u trgovini za račun insajdera; odnos insajdera prema izdavaocu hartija od vrednosti kojima se trguje; podatke o vrsti, klasi, seriji, CFI kodu i ISIN broju, količini i ceni hartija od vrednosti koje je posedovao insajder pre zaključenja transakcije; podatke o vrsti, klasi, seriji, CFI kodu i ISIN broju i količini hartija od vrednosti kojima je izvršen promet, datum i mesto prometa, vrsta transakcije, drugu stranu u transakciji ako je poznata, kao i brokersko-dilersko društvo preko kojeg je izvršen promet; ime i prezime, e-mail i/ili poštanska adresa i telefonski broj lica ovlašćenog za kontakt sa Komisijom za hartije od vrednosti povodom tog obaveštenja; datum dostavljanja obaveštenja i potpis podnosioca obaveštenja, odnosno ovlašćenog lica.⁷ Rok za dostavljanje ovih podataka odnosno, obaveštenja Komisiji za hartije od vrednosti i organizatoru tržišta je 3 dana od dana zaključenja transakcije. Takođe je i sam izdavalac hartija od vrednosti u obavezi da obavešti Komisiju za hartije od vrednosti bez odlaganja o svakoj transakciji na osnovu privilegovanih informacija, a najkasnije u roku od 3 dana od dana zaključenja transakcije. Blagovremeno, i kako je regulativom predviđeno, obaveštavanje nadležnih regulatornih tela o trgovanju hartijama od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije isključuje u velikoj meri mogućnost zloupotrebe privilegovane informacije.

Međutim, uporedna i domaća praksa u velikoj meri se suočava sa ovom problematikom. Pomenuta regulativa kao i niz Direktiva Evropske unije ima za cilj da umanju mogućnosti za ovakve radnje koja su u regulativama širom sveta definisane kao krivična dela.

Razmatranja teorije

Uporedna teorija zloupotrebu privilegovanih informacija definiše kao „insajder trgovinu” ili nelegalno korišćenje informacija koje nisu dostupne javnosti i koje mogu imati uticaj na cenu hartija od vrednosti na organizovanom tržištu. Ona se već duže vreme smatra odomaćenom pojavom na svetskom finansijskom tržištu, uprkos univerzalnog kriminalnog tre-

⁷ Član 3. stav 1. Pravilnika o prodaji hartija od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije, Službeni glasnik RS br. 116/06.

tiranja trgovine odnosno, prodaje hartija od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije ili „insajderska trgovina”.⁸

Kako je već ranije rečeno nije svaka trgovina hartijama od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije nelegalna. Nelegalna je kada se trgovinom hartijama od vrednosti krši odnos poverenja i pouzdanja (fiducijarna – poverenička obaveza) na osnovi materijalnih, javno nedostupnih informacija za koje se sa razlogom može očekivati da utiču na cenu hartija od vrednosti koje su predmet trgovanja na organizovanom tržištu.⁹ Dodatno, takođe, se smatra nelegalnim i tajno prenositi informacije u zloupotrebi fiducijarne obaveze kao i proneveriti poverljive odnosno privilegovane informacije. Zloupotreba privilegovane informacije odnosno, nedozvoljeno trgovanje hartijama od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije pre svega uskraćuje pripadajuća prava i na taj način podriva legitimno društveno poverenje kao i očekivani način funkcionisanja organizovanog tržišta.

U slučaju kada službenik, direktor ili kada profesionalna lica kao što su advokat, ovlašćeni revizor ili investicioni bankar trguju za sopstveni račun na osnovu privilegovane informacije nekog javnog društva o predstojećem objavljivanju finansijskog izveštaja ili integraciji radi se o zloupotrebi privilegovane informacije. Problem je što se ovim činom ograničavaju i destimulišu legalni učesnici na organizovanom tržištu, jer ono što za analitičare predstavlja retka sredstva i resurse koje uključuju u istraživanja tržišta hartija od vrednosti „insajderi” će ostvariti profit trgovanjem na osnovu informacija do kojih su došli pre nego što su to analitičari bili u mogućnosti da učine. U odnosu na investitore nelegalno trgovanje hartijama od vrednosti za koje su vezane privilegovane informacije lišava investitore mogućnosti da ostvare profit ili izbegnu gubitke na osnovu svojih analiza i istraživanja ili analiza koje dobijaju direktno ili indirektno od institucija, profesionalnih konsultanata, portfolio menadžera i fondova. Sa druge strane „insajderska” trgovina podiže transakcione troškove investiranja naročito podižući ponuđeni i traženi opseg na tržištu novca i kapitalnom tržištu.¹⁰

⁸ Paul U. Ali and Greg N. Gregoriou, (2009). Insider trading – Global Developments and Analysis, CRC Press Taylor & Francis Group

⁹ Testimony of Jonathan Macey Before the Senate Committee on the Judiciary 226 Dirksen Senate Office Building, September 26, 2006 <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/>

¹⁰ Bris, A., (2005). Do insider trading laws work?, *European Financial Management*, 11(3) p. 267–312, str. 296

Veliki deo uporednih naučnih razmatranja je jako dugo zagovarao teoriju efikasnosti tržišta.¹¹ Međutim, praktično i teorijski načinjeno je dosta pomeranja u odnosu na pomenuti teorijski pristup.

Grupa uporednih autora je veliki deo svog istraživanja posvetila mehanizmima efikasnosti tržišta.¹² Prema pomenutoj teoriji nivo efikasnosti tržišta zavisi od niza mehanizama koji obuhvataju opšte – informisano trgovanje, profesionalno – informisano trgovanje, izvedeno – informisano trgovanje i ne informisano trgovanje korišćeno da prouzrokuje činjenicu koja bi se reflektovala na organizovanom tržištu. Koji je od mehanizama bio operativan, povratno, zavisi od vrednosne odnosno tržišne cene informacije. Što je niža cena informacije to je širi i opseg distribucije i mnogo efektivniji i operativniji mehanizam efikasnosti i konačno efikasnije tržište. Dalje istraživanje mehanizama efikasnosti tržišta je u fokus svojih razmatranja postavilo, kao što je navedeno, uticaj informacije što je pomerilo dalja teorijska razmatranja ka pristupu koji se definiše kao „bihejvioristička teorija finansiranja” – bihejviorističke finansije (behavioral finance)¹³. Međutim ovaj teorijski pristup je u velikoj meri kritikovan. Kritike su navodile kako postojeći empirijski dokazi ne mogu biti viđeni kao oslanjajući dokazi za bihejviorističke pristupe i kako su pomenuti pristupi projektovani da daju tumačenje zaključaka (to jeste – podcenjena i precenjena reakcija). Empirijske analize su, čini se, više u skladu sa pri-

¹¹ Investiciona teorija zauzima stav da je nemoguće „pobediti tržište”, jer tržište hartija od vrednosti uvek odražava cenu HOV koje u sebi inkorporiraju i reflektuju sve relevantne informacije. Prema pomenutoj teoriji hartijama od vrednosti se na organizovanom tržištu uvek trguje prema fer utvrđenoj ceni i da je prema tome nemoguće da investitori kupuju potcenjene hartije ili da prodaju hartije po inflatornim vrednostima. Prema zagovornicima teorije efikasnosti tržišta trebalo bi biti nemoguće nadmašiti celokupno tržište ekspertskim izborom hartija od vrednosti ili tržišnim vremenskim faktorom i da je jedini način na koji investitori mogu ostvariti veće dobiti je kupovinom rizičnijih hartija od vrednosti odnosno investicija.

¹² Mechanics of Market Efficiency, in (2003) 28 *Journal of Corporation Law* 715–742.

¹³ Prema konvencionalnoj teoriji finansiranja, svet i njegovi participijenti su u najvećoj meri racionalni maksimizeri profita. Bihejvioristički pristup finansijama je relativno novo polje koje istražuje i kombinuje bihejviorističke i kognitivne psihološke teorije sa konvencionalnom ekonomijom i finansijama kako bi došle do objašnjenja zašto ljudi čine iracionalne finansijske odluke. Teorijski pristup je u fokus naučne javnosti došao objavljivanjem rada Daniela Kahnemana 2005. koji je dobio Nobelovu nagradu davanjem uvida od psiholoških istraživanja u ekonomiji posebno se osvrćući na ljudsko rasuđivanje i donošenje odluka pod faktorom neizvesnosti.

lagodljivim modelom tržišta.¹⁴ Zaključci su da slobodno rečeno takozvani „ljudski faktor” ne utiče na efikasnost tržišta.¹⁵

Savremena teorijska analiza se u tretiranju problema zloupotrebe tržišta i privilegovane informacije fokusira u manjoj meri na efikasnost tržišta dok mnogo više tretira problem korporativnog upravljanja odnosno, problematiku odnosa i rukovođenja javnim, tačnije, akcionarskim društvom čije su hartije od vrednosti predmet trgovanja na organizovanom tržištu. Tema analiza su problemi tokova informacija u okviru samog javnog društva i kontroli javno dostupnih informacija o privrednom društvu.¹⁶

Oslanjajući se na radove i zaključke koje iznosi uporedna literatura u teorijskom pristupu problematike korporativnog upravljanja, pojedini autori zauzeli su stav da insajdersko trgovanje podiže „problem agencije” koji je nemoguće rešiti samoregulacijom. Navedena teorijska mišljenja polaze od stava da samoregulativa ne može biti efikasno implementirana jer korporativnim deoničarima nedostaju adekvatni instrumenti sprovođenja samoregulacije. Analiza pomenutog zaključka postavlja novu dilemu koja se odnosi na pitanje da li je postojeća regulativa u mogućnosti da reši probleme posredništva u korporativnom upravljanju vezano za insajdersko trgovanje odnosno zloupotrebu privilegovane informacije. Naime, pomenuti teorijski pristup ističe da zakonske norme koje regulišu pitanje „insajderske trgovine” imaju ne nameravane efekte na sistem korporativnog upravljanja a posebno na aktivne deoničare jer terete većinske deoničare sa dodatnim troškovima.¹⁷ Ograničenja kojima je izložen isajderski

¹⁴ Ding Du, Karen C. Denning, (2009). US and International Stock Reaction to Common Information, International Research Journal of Finance and Economics, EuroJournals Publishing, Inc.

¹⁵ Interpretiramo svoje rezultate kao kontinuiranu podršku tezi o efikasnosti tržišta. Bilo da očigledne anomalije podcenjenosti i precenjenosti postoje, same po sebi nisu protivrečne sa efikasnošću tržišta osim donekle u efikasnom tržištu kapitala kada se dogodi potcenjenost vrednosti isto učestalo kao i precenjenost vrednosti, što samo po sebi dokazuje efikasnost tržišta. Drugim rečima investitori mogu činiti greške ali investitori ne čine skladne greške. Ding Du, Karen C. Denning, US and International Stock Reaction to Common Information, International Research Journal of Finance and Economics, EuroJournals Publishing, Inc. 2009.

¹⁶ Maug, „Insider Trading and Corporate Governance.” Research Paper, 1999 [Http://www.duke.edu/~maug/research/inside/insider.pdf](http://www.duke.edu/~maug/research/inside/insider.pdf)

¹⁷ Na primer: (pod) sekcijom 16. Securities Exchange Act-a iz 1934 god. Oni koji su u posedu više od 10% kapitala se smatraju insajderima zajedno sa službom uprave i direktorima kompanije. Prema pomenutoj sekciji Zakona oni su dužni da prijave sva trgovanja akcijama na mesečnom nivou. Više od toga prema sekciji 16(b) nazvanoj insajdersko kratkotrajno profitno pravilo (insiders shortswing profit rule) ovim insajderima je zabranjeno trgovanje koje kao cilj ima ostvarivanje kratkoročnih profita odnosno; ostvarivanje profita u trgovanju u šestomesečnom periodu prihvatljivo je jedino u veoma ograničenim uslovima. Konačno sekcija 16(c) zabranjuje kratkoročno trgovanje hartijama od vrednosti.

status automatski opterećuje većinske deoničare sa dodatnim troškovima kao što je prijavljivanje svake transakcije, opravdavanje ovakvih radnji kao i potencijalni pravni troškovi. Sama po sebi ovakva pravila postavljaju značajne restrikcije trgovanja u odnosu na većinske deoničare posebno za institucionalne investitore kao što su korporativni i penzioni fondovi kojima je neophodno da zaštite likvidnost svojih hartija od vrednosti. Stoga kao rezultat većina deoničara vodi računa da drži svoj nivo kapitala ispod 10% kako ne bi aktivirao insajderski status, što sa druge strane kao implikaciju ima deprivirani odnos prema kontroli uprave društva od strane većinskih vlasnika.¹⁸ Deprivirana kontrola uprave društva od strane većinskih deoničara vrlo često rezultira odlivanjem privilegovanih informacija kao i samom zloupotrebom privilegovane informacije od strane pojedinih deoničara i uprave. Istraživanja svedoče da i pored pooštrene regulative koja se odnosi na izveštavanje javnih društava kao i na odnos prema privilegovanoj informaciji zloupotrebe privilegovane informacije na organizovanom tržištu nemaju opadajuće karakteristike.

Jedan od aspekta kojim se bavi teorijska analiza zloupotrebe privilegovane informacije se odnosi na uticaj koji imaju brokersko – dilerska društva. Analiza je rezultirala stavom da posredničke afilacije sa insajderima kompanije donose korist i brokerskim kućama zbog informacionih prednosti kao i trgovanjem koje iz nje proizilazi. Takođe jedan od zaključaka je da postojeća regulativa odnosno sprovođenje regulative ne može u potpunosti osmotriti ovaj vid prenošenja privilegovane informacije.¹⁹

Analiza prakse

Tržište hartija od vrednosti u Republici Srbiji je relativno novo. Samo tržište je nastalo kao integralni deo procesa privrednog restruktuiranja i prelaska na sistem tržišne ekonomije.

Ukoliko posmatramo organizovano tržište hartija od vrednosti u Republici Srbije u kontekstu pre svega zloupotrebe privilegovanih informacija kao i zloupotrebe tržišta moramo uzeti u obzir nekoliko faktora. Najpre se moramo osvrnuti na obim i veličinu kao i na likvidnost organizovanog tržišta Republike Srbije i to konkretno na Beogradsku berzu koja iako ne zaostaje mnogo za regionom ipak se nalazi daleko iza organizovanih tržišta

¹⁸ Alexandre Padilla, *The Regulation of Insider Trading as an Agency Problem*, str. 192

¹⁹ Christopher C. Geczy and Jinghua Yan, (2006). *Who Are the Beneficiaries When Insiders Trade? An Examination of Piggybacking in the Brokerage Industry*, European Finance Association Meeting

razvijenijih zemalja Evrope. Pored toga, mora se uzeti u obzir i regulatorni okvir koji je u načelu usklađen sa regulativom Evropske unije.

Međutim, i domaća praksa beleži moguće sumnje u zloupotrebu privilegovanih informacija. Jedan od mogućih slučajeva je i slučaj Agrobanke a. d. Naime, u dnevnoj štampi objavljena je štura vest o mogućem preuzimanju ove bankarske ustanove od strane Moskovske banke. Objavljena vest je značajno podigla cenu hartija od vrednosti Agrobanke, a daljim širenjem vesti cena je neprekidno rasla na organizovanom tržištu. Moskovska banka je odustala kasnije od kupovine Agrobanke jer je cena hartija od vrednosti ovog društva bila prema procenama potencijalnog kupca previše visoka.²⁰

Pomenuti slučaj nije skorijeg datuma, te se i detaljnom pretragom nije moglo doći do podataka da je objavljena vest bila propisno formulisana kao izveštaj o bitnom događaju. Ovde se suočavamo sa napred već pomenutom problematikom izveštavanja javnih društava koja se odnosi na obaveze objavljivanja, a koje su po pitanju medija, kao i načina distribucije previše široko formulisana, tako da se do arhivskih izveštaja jako teško dolazi a pretraga preko sajta Beogradske berze nije moguća, već zahteva izlistavnje svih objavljivanih izveštaja.²¹

Kaznene odredbe Zakona o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata Republike Srbije iz 2006. godine predviđaju novčane kazne u iznosu od sto hiljada do tri miliona dinara, ukoliko izdavalac hartija od vrednosti o svom poslovanju ne izveštava javnost i Komisiju na način utvrđen odredbama pomenutog Zakona. Za odgovorno lice izdavaoca u ovom slučaju iznos kazne se kreće od pedeset hiljada do dvestotine hiljada dinara. Navedene kaznene odredbe se takođe odnose i na slučajeve širenja informacija kojima se stvara privid o činjenicama i okolnostima koje utiču ili mogu uticati na cenu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, na učesnike, na stanje ili kretanje na organizovanom tržištu sa namerom da se jedno ili više lica podstaknu da zaključe ili ne zaključe ugovore o prometu hartija od vrednosti ili da ostvare odnosno da se uzdrže od prava koja su u vezi sa hartijama od vrednosti. Lica koja šire neistinite

²⁰ Pre nego što je od NBS-a uspjela da dobije „grinfild” licencu, koja joj je omogućila da samostalno osnuje banku u Srbiji, Moskovska banka je pregovarala o kupovini Agrobanke, ali je odustala kada su akcije te banke drastično porasle. Moskovska banka napokon stigla, Glas javnosti, arhiva vesti, Preuzeto sa: <http://www.glas-javnosti.rs/comment/reply/39660>

²¹ Nije bilo moguće doći ni do informacije da li je u toku rasta cene Agrobanke koje je usledlo kao reakcija na vest o preuzimanju od strane Moskovske banke bilo obavljanjih transakcija od većinskih vlasnika Agrobanke a. d.

informacije takođe solidarno odgovaraju za štetu.²² Kaznene odredbe zakona u istom novčanom opsegu predviđaju pored izdavaoca, kazne i za brokersko dilerska društva kao i za banke koje obavljaju poslove kastodi banke, organizatora tržišta, centralni registar, pravna i fizička lica ukoliko postupaju protivno od odredaba Zakona koje se odnose na zabranu manipulacije organizovanim tržištem hartija od vrednosti odnosno, podrivaju stabilnost organizovanog tržišta.

Obzirom da je i samo organizovano tržište u Republici Srbiji realtivno novo kao i regulativa sa u većoj meri inkorporiranim smernicama Direktiva Evropske unije, ne stavlja nas daleko u odnosu na ostatak sveta. Regulativa „insajderske trgovine”, tačnije zloupotrebe privilegovane informacije kao i zloupotreba tržišta je takoreći nedavni fenomen. Sjedinjene Države su prva zemlja koja je uvela zabranu trgovanja hartijama od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije kao i zloupotrebu tržišta još 1934. godine. Francuska je takođe uvela pomenutu regulativu ali je nije sprovodila sve do 1967. godine. Druge zemlje su bile dosta sporije u donošenju i implementiranju propisa koji regulišu „insajdersku trgovinu”. Sve do 1990. godine samo trideset i četiri zemalje u svetu je imalo usvoje-nu regulativu koja se odnosi na zloupotrebe tržišta i „insajdersku trgovinu” dok je sa druge strane samo u devet zemalja došlo do primene propisa i sprovođenja postupaka. Do 2000. godine 87 zemalja je uspostavilo regula-tivu protiv zloupotrebe tržišta i privilegovanih informacija, a 37 je sprove-lo postupak barem u jednom slučaju.²³ Od 1992. godine svaka od zemalja Evropske unije morala je da uskladi svoju regulativu sa Direktivama EU, odnosno sa „Market abuse Directive” koja daje posebne smernice vezane za zloupotrebu tržišta i privilegovane informacije.

Među najpoznatijim procesuiranim slučajevima u svetu je takozvani „slučaj Marte Stjuart”. Decembra 2001. godine prijatelj Stjuartove je pro-dao svoje akcije tehnološke kompanije Im Clone, Inc. koju je i sam osno-vao i vodio. Ubrzo potom nakon što joj je ovu informaciju saopštio njen broker iz kompanije Merrill Lynch, i ona je prodala sve svoje akcije na-vedene kompanije. Sledećeg dana nakon objave od strane Im Clone kom-panije da nije uspela da od Državne Agencije za hranu i lekove (Food and

²² U slučaju Agrobanke ipak nije došlo do širenja neistinitih informacija ali se informacija o prego-vorima ipak prerano pojavila u javnosti odnosno pre izricanja ponude na šta ukazuje činjenica da je informacija izvršila uticaj na cenu hartija od vrednosti što je kasnije rezultiralo odustajanjem od pregovora.

²³ Paul U. Ali, Greg N. Gregoriou, (2009). Insider Trading – Global Developments and Analysis, Taylor & Francis Group, LLC

Drug Administration FDA) dobije odobrenje za lek protiv raka, vrednost akcija navedene kompanije su pale 18% . Prodajom akcija ove kompanije Stjuartova je izbegla gubitak u iznosu od oko 45 000\$.

Regulatori su ubrzo posumnjali da je prodaja hatija od vrednosti kompanije Im Clone zasnovana na zloupotrebi privilegovane informacije. Ubrzo nakon toga sprovedena je i istraga. Izjave koje je Stjuartova dala na saslušanjima u istrazi su se u dalje sprovedenom istražnom postupku pokazale kao neistinite. Osnivač kompanije je proglašen krivim i osuđen, Stjuartova kao i njen broker Bacanović su proglašeni krivim za nekoliko prestupa i za prikrivanje dokaza. Stjuartova je za svoj prestup kažnjena sa deset meseci zatvora, a slučaj je okončan odbijanjem njene žalbe u drugom krugu 2006. godine.

Kada slični kao i pomenuti slučaj dospeju u javnost, nekoliko kontra-indikacija ili kolateralnih konsekvenci se najčešće dogodi. Vrednost hartija od vrednosti Stjuartine kompanije Omnimedia, po završetku procesa su pale za 17% zajedno sa poverenjem u kompaniju. Obzirom na neizvesnost, ujedno i plašeći se za vrednost svog kapitala većinski vlasnici su podneli trinaest civilnih tužbi protiv Stjuartove.

Poruka koju je ceo proces poslao javnosti je prilično kontradiktoran. Naime, Stjuartova je pre svega proglašena krivom za davanje lažnog iskaza istražiteljima, opstrukciju pravde, zaveru, i „izvesnim zloupotrebama”.²⁴ Međutim, Stjuartova ipak nije optužena za „insajdersku trgovinu”.²⁵

U odgovoru na pritisak javnosti vezanim za loše korporativno upravljanje Kongres Sjedinjenih Američkih Država je izglasao Sarbanes–Oxley Act 2002. godine. Između ostalih izmena pravila Zakon je povećao zatvorske kazne za nekoliko krivičnih dela „belih okovatnika” za oko četiri stotine procenata. Za prevare koje uključuju ili su u vezi sa penzijama i penzionim fondovima kazne su povećane za oko hiljadu procenata, i zatvorske kazne na od jedne do deset godina. Kazne za prevare vezane za hartije od vrednosti kao i insajdersku trgovinu su značajno povećane. Novčane kazne idu i do pet miliona dolara, a zatvorske do dvadeset godina. Očigledno je da je Kongres SAD smatrao da će pooštavanje kaznene politike u većoj meri sprečiti potencijalne prekršitelje zakona. Ipak, uporedna praksa po-

²⁴ Ovakva odluka sudskih organa ima između ostalog i poruku upućenu javnosti da građani koji ne poštuju zakon moraju biti iskreni u istrazi i prema istražiteljima posebno iskreni prema deoničarima.

²⁵ McGee, R. W., (2007). A flow chart approach to analyzing the ethics of insider trading. Andreas School of Business Working Paper, Barry University.

kazuje da stroga kaznena politika na žalost nema odgovarajući efekat²⁶ ni kada su u pitanju visoko razvijena finansijska tržišta kao što su tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama.

Zaključak

Transparentnost predstavlja jedan od osnovnih i vodećih principa tržišta kapitala. Jednak pristup informacijama svim učesnicima na tržištu kapitala omogućava pre svega donošenje investicionih odluka na osnovu analiza datih informacija, stabilnost samog tržišta kao i funkcionisanje tržišnih mehanizama i pravnu sigurnost učesnika. Trgovanje hartijama od vrednosti na osnovu privilegovanih informacija podriva svaki segment tržišta kapitala kao i osnovne tržišne principe. Ovaj fenomen se direktno naslanja na problem korporativnog upravljanja, kao deo problema principa – agent, gde deo menadžmenta odnosno uprava poseduje informacije po prirodi svog posla, koje mogu bitno uticati na vrednost kapitala javnog društva. Uporedne analize pokazuju da problem trgovine hartijama od vrednosti na osnovu privilegovanih informacija treba rešavati upravo u navedenoj oblasti. Podaci iz prakse ukazuju da samo pooštavanje kaznenih mera ne donosi očekivane rezultate. Takođe, efikasniji nadzor i kontrola korporativnih subjekata čije su hartije od vrednosti predmet trgovanja na organizovanim tržištima su neophodni na globalnom nivou. Trgovanje hartijama od vrednosti se nalazi u međuzavisnom položaju sa procesom razvoja informacionih tehnologija, globalizacijom i elektronizacijom finansijskih tržišta. Sa stanovišta pravne teorije, približavanje transparentnijim i efikasnijim finansijskim tržištima je moguće postići usaglašavanjem regulatornih normi, globalnom harmonizacijom pravnih okvira kao i bržim i efikasnijim nadzorom i kontrolom.

Činjenica da u domaćoj praksi nisu zabeleženi slučajevi trgovanja nastalih na osnovu korišćenja privilegovanim informacijama, ne znači da se takvi slučajevi nisu odigrali. Možemo pretpostaviti da će sa razvojem domaćeg organizovanog tržišta kapitala doći do povećanja volumena trgovanja, a samim tim nastaće i izvestan broj transakcija usled korišćenja privilegovanih informacija. Upravo iz ovih razloga neophodno je prilagoditi i unaprediti regulatorni okvir, kao i tela koja se bave nadzorom i kontrolom tržišta, da bi se uspešno suprotstavili mogućim zloupotrebama koje su rezultat korišćenja privilegovanih informacija.

²⁶ Boatright, J. R., (1999). *Ethics in finance*. Malden, MA: Blackwell Publishers.

Jovanović Vladimir

Faculty of Law, The University of Business Academy, Novi Sad

Nenad Avramović

Faculty of Law, The University of Business Academy, Novi Sad

Privileged information at securities exchange***A b s t r a c t***

Privileged information is defined as special benefit granted to, or enjoyed by an individual or certain group of people and as such is exclusively defined by regulation. In differentiation privileged from ordinary information, the publicly traded company is obligated to make accessible to public all information which refers to the company. The law of securities market and other financial instruments of Serbian Republic, defines privileged information as information which regards to securities and which could significantly influence to securities prices if it is made known to public. In law of European Union privileged information is also defined as inside information about company's activities which is not announced and as such is not accessible to the public. The use of privileged information is prohibited to all persons which know or had been known to have privileged information, and is especially related to persons which in doing their professions are obligated to know, or in some point are became aware of having privileged information. The unique attitude of law theory and practice is that every securities trading which is related to privileged information is illegal. There is not much processed cases in law practice which are related to inside trading or securities trading based on privileged information in countries which have developed financial markets and it is especially rare in Serbian Republic where equity markets are making their first steps.

Key words: Privileged information, insider information, privileged information abuse, EU Directives, Insider trading, responsibility.

Literatura

1. Bainbridge, M. S., (1999). Securities law, Insider Trading, Foundation press, NY, USA
2. Ding Du, Karen C. Denning, (2009). US and International Stock Reaction to Common Information, International Research Journal of Finance and Economics, EuroJournals Publishing, Inc. London, UK
3. Manning Gilbert Warren III, (2003). European Securities regulation, Kluwer Law International Publish, UK
4. McGee, R. W., (2007). A flow chart approach to analyzing the ethics of insider trading. Andreas School of Business Working Paper, Barry University Florida USA
5. Rold N. R. and Ross S. A., (1986). Economic forces and the stock, New York, USA
6. Padilla, A. (2002). The Regulation of Insider Trading as an Agency Problem, Alabama, USA
7. Panasar, R., Boeckman, P., (2010). European securities law, Oxford University Press, UK
8. Lastra, R. M. (2003). The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe, London School of Economics Financial Markets Group paper series, No. 149
9. Shojai, S., (2007). Euromoney World of Exchanges Adapting to a New Environment, Institutional Investor Plc, United Kingdom
10. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, Službeni glasnik RS, br. 47/06
11. Zakon o privrednim društvima, Službeni glasnik RS, br. 125/04
12. Pravilnik o prodaji hartija od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije, Službeni glasnik RS, br. 116/06
13. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council