

Pravni život

časopis za pravnu teoriju i praksu

TEMATSKI BROJ

PRAVO I VREME



22

godina kopaoničke škole
prirodnog prava

UDRUŽENJE PRAVNIKA SRBIJE

BROJ 13 • BEOGRAD • 2009 • TOM V

NENAD BAROŠ

INSIDER TRADING – SA OSVRTOM NA ZAKONSKA RJEŠENJA U BOSNI I HERCEGOVINI

U V O D

Investitori na tržištu hartija od vrijednosti¹ kupuju i prodaju hartije na osnovu informacija koje imaju o određenom emitentu. Takve informacije su javne i dostupne svim zainteresovanim investitorima te kao takve odražavaju (ili bi bar tako trebalo) realnu cijenu hartije na tržištu. Osnovni cilj svake berze je da obezbjedi svim učesnicima na tržištu jednake uslove prilikom učestvovanja u berzanskoj trgovini što, između ostalog, znači da svi investitori imaju mogućnost da raspoložu sa svim javno dostupnim informacijama na osnovu kojih donose svoje investicione odluke. Omogućavajući jednake uslove svim učesnicima na tržištu stiče se povjerenje u tržište kao jedan od najvažnijih preduslova funkcionisanja efikasnog tržišta. Jedan od načina da se ovo postigne jeste i državni nadzor u ovoj oblasti. Država može da riješi ovo pitanje tako što svojom regulativom propiše da sami emitenti moraju objavljivati sve informacije koje mogu biti korisne investitorima prilikom odlučivanja o kupovini ili prodaji određene hartije

Mr Nenad Baroš, asistent Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Banjaluci, direktor Društva za konsalting i usluge, poslovni savjetnik d o o Banja Luka

¹ U našem pravu još uvijek se koristi navedeni termin koji nije u potpunosti adekvatan imajući u vidu da je »hartija od vrijednosti« definisana članom 2 Zakona o tržištu hartija od vrijednosti Republike Srpske kao prenosiva isprava koja se vodi u nematerijalizovanom obliku – elektronskom zapisu, što znači da to više nije »hartija« kako se misli u tradicionalnom smislu.

od vrijednosti. To se čini na takav način da se regulacijom tržišta hartija od vrijednosti emitenti ohrabruju da samostalno i pošteno objavljuju istinite podatke o njima samima, tako da investitori mogu procijeniti je li emitent dobra prilika za ulaganje ili ne. Međutim, problem nastaje kada se na tržištu kupuju ili prodaju hartije od vrijednosti na osnovu informacija koje nisu dostupne niti javno objavljene i za koje zna samo mali broj ljudi a koje su takve prirode da su od značaja za emitenta, trgovinu ili cijenu hartija od vrijednosti na tržištu. Takve informacije nazivamo povlašćenim informacijama.

Postupanje sa povlašćenim informacijama u postupku obavljanja transakcija na finansijskom tržištu je značajno pitanje na koje treba dati odgovor kada se radi o sprovođenju načela zabrane obavljanja kupoprodajnih transakcija na osnovu informacija koje nisu dostupne svim učesnicima.

RAZLOZI ZA REGULATIVU TRGOVANJA NA OSNOVU POVLAŠĆENIH INFORMACIJA

Rašireno je stajalište da je trgovina na osnovu povlašćenih informacija u kojem jedan subjekt učestvuje na osnovu korištenja nejavnih informacija, nefer i da se sa davanjem prednosti insajderima obeshrabruju redovni investitori i smanjuje njihovo povjerenje u organizovana tržišta.² Trgovanje na osnovu povlašćenih informacija se jednostavno definiše kao korištenje materijalnih, neobjavljenih informacija u trgovanju hartijama od vrijednosti.

Otkrivanje materijalnih informacija o emitentu ili akciji na tržištu hartija od vrijednosti, odmah će i gotovo uvijek uticati na cijenu akcije budući da cijena odražava sve javno dostupne informacije o njoj. Na cijenu akcija ne utiču informacije o društvu koje nisu javno dostupne, dok njezin rast mogu prouzrokovati informacije koje obećavaju buduće prihode, kao što će informacije o manje obećavajućim prihodima uticati na smanjenje njihove cijene. Tako da lica koja posjeduju povlašćene informacije imaju mogućnost da na osnovu takvih informacija, od momenta saznanja takvih informacija pa do momenta njihovog objavljivanja, trguju na tržištu ostvarujući dobit ili izbjegavajući gubitak.

Razloge za pravnu regulativu trgovanja na osnovu povlašćenih informacija neki autori grupišu u tri glavne kategorije: insajd trgovanje povređuje investitore i to smanjuje povjerenje investitora u tržište hartija od vrijednosti, zatim takvo tr-

² SEC – USA Securities and Exchange Commission je obradio 1995. godine 45 slučajeva trgovanja insajdera dok je ukupno posljednjih 10 godina obradio preko 400 slučajeva, Vidjeti: Karmel, R. S., »Outsider trading on Confidential Information – A Breach in Search of a Duty«, *Cardozo Law Review*, vol. 20, no. 1/99, str. 83

govanje povrjeduje emitenta dotičnih hartija od vrijednosti te predstavlja krađu vlasništva društva i prema tome, treba biti zabranjeno čak i u slučaju kada nema štetnih posljedica po investitore.

Osjetljivost cijene hartija od vrijednosti na informacije o njima i njihovim emitentima, zahtjeva stalno dopunjavanje regulative za ovu oblast. Stajalište o nemoralnosti svakog trgovanja na osnovu povlašćenih informacija utemeljeno je na različitim razlozima. Prema nekim autorima, trgovanje na osnovu povlašćenih informacija je nemoralno, budući da omogućava ostvarivanje velikih profita sa malo napora. Međutim, činjenica da neko može ostvariti veliku dobit trgovanjem na osnovu povlašćenih informacija, stečenih uz male napore, nema ništa sa time je li takva praksa nemoralna ili treba biti utvrđena nezakonitom.³ Argumenti protiv trgovanja na osnovu povlašćenih informacija proizilaze iz stajališta da je nejednak pristup informacijama nefer, zatim da takvo trgovanje potiče pohlepu, da ima obilježja krađe vlasništva društva i predstavlja zloupotrebu.

Nasuprot ovim stajalištima postoje autori koji svojim stavovima podržavaju ovakav vid trgovine. Oni ističu argumente prema kojima trgovanje na osnovu povlašćenih informacija omogućava ranije objavljivanje povlašćenih informacija i time bržu promjenu cijene akcija.⁴ Prilog stajalištu o dopuštenom trgovanju na osnovu povlašćenih informacija je da su one vlasništvo i zabranjivanje vlasnicima da na osnovu njih trguju predstavljalo bi povredu vlasničkih prava. Ovo mišljenje podupire i ono prema kojem takvo trgovanje ne rezultira značajnijom povredom dugoročnim investitorima i uslovljava da tržište djeluje efikasnije.⁵ Međutim, moguće je da vlasnik povlašćenih informacija ostvaruje iz njih profit bez trgovanja akcijama, na primjer ako zna da će cijena akcija pasti, pa se suzdrži od njihove kupovine.

Regulativa trgovanja na osnovu povlašćenih informacija je relativno novi fenomen, zabranu ovakvog načina trgovanja prve su usvojile SAD⁶. Ova su rješenja pratile i ostale države, tako da je do 2000. godine propise o trgovanju na

³ Vidjeti: McGee, R. W., »Insider Trading Regulation in Transition Economies, presented at the Fourth Annual International Business Research Conference«, University of North Florida, Jacksonville, Florida, February 13, 2004.

⁴ Vidjeti: Meulbroek, L., »An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading« *Journal Of Finance* 47/92, str. 1661

⁵ Vidjeti: Manne, H., *Insider trading and Property Rights in New Information*, *Cato Journal* 4/85, 936.

⁶ U SAD trgovanje na osnovu povlašćenih informacija je regulisano Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti (Securities Exchange Act) iz 1934. godine, kojim je propisano (član 10(b) i 10(b)-5) da je na tržištu hartija od vrijednosti zabranjena prevara prilikom kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti. Pored toga članom 17(a) je zabranjena prevara prilikom ponude za prodaju ili kupovinu hartija od vrijednosti.

osnovu povlašćenih informacija usvojilo 87 država, a 39 država je vodilo najmanje jednu istragu o takvom trgovanju. U skladu sa zahtjevima prava Evropske Unije, države članice su usvojile nacionalne zakone koji zabranjuju trgovanje na osnovu povlašćenih informacija.

PRAVNI OKVIR TRGOVANJA NA OSNOVU POVLAŠĆENIH INFORMACIJA U EVROPSKOJ UNIJI

U cilju pravnog regulisanja ove oblasti te u cilju uspostavljanja ravnopravnog položaja svih učesnika na tržištu kapitala, na nivou Evroske Unije, od strane Vijeća Evrope je prvo usvojena Direktiva o uskladivanju pravila o trgovanju na osnovu povlašćenih informacija.⁷ Povlašćena informacija, prema usvojenoj direktivi, je definisana tako da mora biti nedostupna, da nije javno objavljena, zatim da je precizne prirode i odnosi se na jednog ili više emitenata hartija od vrijednosti ili na jednu ili više samih hartija od vrijednosti. Informacija navedenih obilježja smatrati će se povlašćenom ako u slučaju objavljivanja znatno utiče na cijenu hartija od vrijednosti na koje se odnosi.

Priroda hartija od vrijednosti i osjetljivost njihove cijene uslovljavaju da su rijetke nejavne informacije o hartijama od vrijednosti ili emitentu koje ne utiču na njihovu cijenu. Precizna priroda informacije zahtjeva da se radi o činjenici, a ne o nagadanju ili glasinama. Povlašćene informacije čije bi objavljivanje značajno uticalo na cijenu akcija, a koje se odnose na emitenta govore o očekivanom rezultatu poslovanja, dobiti ili gubitku. Pojam povlašćene informacije je skoro identično utvrđen i u regulativi Velike Britanije, kao tekuća informacija, pouzdana i nedostupna na tržištu i pravno označena kao »nova i svjež«.

Kako je ocjenjeno da u uslovima stalnog razvoja finansijskog tržišta ova direktiva ne može adekvatno da odgovori na nove pojavne oblike zloupotreba na tržištu, donijeta je nova Direktiva koja je regulisala dva oblika zloupotrebe Insider dealing i market abuse – zloupotrebu tržišta. Sadržaj povlašćene informacije se zasniva na definiciji iz ranije važeće direktive o trgovanju lica na osnovu povlašćenih informacija. Direktiva o insajd trgovini i tržišnim zloupotrebama⁸ povlašćenom smatra svaku informaciju o tačno određenim činjenicama (glasine se ne mogu smatrati povlašćenim informacijama), koja nije poznata javnosti ili javno

⁷ Council Directive 89/592/EEC of 3 November 1989 coordinating regulations on insider dealing – Official Journal L334, 18/11/1989 p. 0030–0032

⁸ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

objavljena, koja bi, da je poznata javnosti, imala značajan uticaj na cijenu finansijskih instrumenata na koje se odnosi, i koja se odnosi na jednog ili više emitentata ili finansijskih instrumenata. Kao i u ranije važećoj direktivi, zahtjeva se da kumulativno budu ispunjeni uslovi da se radi o informacijama u vezi sa ili emitentom ili finansijskim instrumentima, koje nisu javno objavljene, a kada bi bile, značajno bi uticale na njihovu cijenu.

Položaj i obilježja subjekata prilikom trgovanja povlašćenim informacijama, važeća Direktiva Evropske Unije utvrdila je kroz zabranu djelovanja na osnovu posjedovanja povlašćenih informacija, ne definišući posebno glavne i sporedne insajdere. Zabranjeno je korišćenje prednosti i sticanje ekonomske koristi iz svog položaja licima, koja posjeduju povlašćene informacije kao institucionalni insajderi, kao članovi u administrativnom, upravljačkom ili nadzornom organu emitenta, zatim vlasnici udjela u osnovnom kapitalu emitenta ili kao lica koja imaju pristup informacijama kroz realizaciju svog zaposlenja, zanimanja, obaveza ili kriminalnim aktivnostima. Učešće u osnovnom kapitalu emitenta kao osnova sticanja povlašćenih informacija zahtjeva da se precizira, budući da u velikom broju slučajeva samo učešće sa neznatnim dijelom u osnovnom kapitalu neće omogućiti dobijanje povlašćenih informacija. Direktiva je uključila i novi izvor sticanja povlašćenih informacija i to uvrštenjem kriminalnih radnji njihovog sticaoca. Zabranu insajd trgovanja Direktiva je sa taksativno navedenih lica proširila na sva druga lica, koja posjeduju povlašćene informacije i znaju, ili trebaju znati, da se radi o povlašćenim informacijama.

Direktiva Evropske Unije o tržišnim zloupotrebama je zabranu posjednicima povlašćenih informacija utvrdila u tri oblika, od najznačajnijeg u vezi sa kupovanjem i prodajom finansijskih instrumenata na koje se informacija odnosi, zatim objave povlašćenih informacija te preporuka za kupovinu ili prodaju zasnovanih na takvim informacijama. Osnovna je zabrana posjednicima povlašćenih informacija da ih direktno ili indirektno koriste u sticanju ili raspolaganju, za svoj račun ili za treće lica, finansijskih instrumenata na koje se informacije odnose.

Izjednačava se i podjednako zabranjuje sticanje i raspolaganje sa finansijskim instrumentima na koje se povlašćene informacije odnose sa pokušajem njihovog sticanja i raspolaganja. Dalje se utvrđuje zabrana otkrivanja povlašćenih informacija drugom licu, osim ako to nije učinjeno u redovnom obavljanju poslova, profesije ili obaveza ovog lica. Zabrana obuhvata i preporuku ili navođenje drugog lica na osnovu povlašćene informacije, da stekne ili raspolaze sa finansijskim instrumentima na koji se informacija odnosi.

Navedenom direktivom pojam povlašćene informacije, u odnosu na raniju, proširen je ne samo na hartije od vrijednosti nego i na finansijske instrumente uopšte, kao što su finansijski derivati i to jedinice u investicionim fondovima, in-

strumenti tržišta novca, valutni i kamatni instrumenti, opcije za kupovinu ili prodaju navedenih finansijskih derivata uključujući i poslove sa gotovim novcem. Pored navedenih, obuhvataju se i valutne opcije, opcije koje se odnose na kamatne stope, zatim derivati koji se odnose na robu, ali i drugi finansijski instrumenti koji su uključeni na organizovano tržište, zemlje članice ili je podnijet zahtjev za njihovo uključjenje⁹. Značajno je napomenuti da se pomenutom Direktivom po prvi put u objekat povlašćenih informacija uvode i robni derivati.

Pored proširenja definisanja u odnosu na objekat primjene, uvedena je i posebna grupa lica u odnosu na koju se definiše povlašćena informacija. To su posrednici, odnosno lica koja izvršavaju naloge klijenata na tržištu. Povlašćena informacija je za ova lica i informacija koju su dobili od klijenta, odnosno koju im je klijent saopštio, a odnosi se na naloge klijenata kako već izvršene tako i na neizvršene. Opšti uslovi koji informaciju čine povlašćenom važe i za ovu grupu lica.

Nejavne informacije, koje nakon objavljivanja mogu uticati na cijenu hartija od vrijednosti na koje se odnose, da bi izgubile svojstvo kojim posjednicima daju prednost u trgovanju, moraju biti, bez odlaganja, objavljene. Njihov ekskluzivitet se gubi i prestaje povlašćeni položaj posjednika časom kada su učinjene dostupnim svim zainteresovanim licima. U tom cilju direktiva utvrđuje obavezu emitenta hartija od vrijednosti da, što je prije moguće, obavijesti javnost o povlašćenju informaciji koja se direktno odnosi na ovog emitenta. Neograničena dostupnost povlašćenih informacija objavljenih na web stranici emitenta, opredjelila je uključivanje obaveze država članica da osiguraju da ih emitenti u odgovarajućem vremenskom roku objave na svojoj web stranici.

PRAVNI OKVIR TRGOVANJA NA OSNOVU POVLAŠĆENIH INFORMACIJA U BOSNI I HERCEGOVINI

Republika Srpska

U Republici Srpskoj trgovanje na osnovu povlašćenih informacija je regulisano Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti¹⁰. U skladu sa navedenim zakonom povlašćenim informacijama se definišu sve činjenice koje nisu poznate javnosti, a odnose se na jednog ili više emitenata hartija od vrijednosti ili na hartije od vri-

⁹ Član 1. 3 Evropske Direktive o trgovanju povlašćenim informacijama i tržišnim zloupotrebama

¹⁰ Službeni glasnik Republike Srpske, broj 92/06

jednosti, koje bi, da su poznate javnosti, mogle uticati na cijenu hartija od vrijednosti.

Zakon je utvrdio krug lica koja se smatraju kao insajderi tj kao lica koja raspolažu povlašćenim informacijama na osnovu njihove profesije, dužnosti ili po osnovu rodbinskih veza. U prvu grupu insajdera (tzv. primarni insajderi) spadaju lica koja imaju direktan pristup informacijama na osnovu svog statusa koji imaju u emitentu ili ovlašćenom učesniku¹¹ na tržištu i to su: članovi uprave, nadzornog odbora ili drugih odgovarajućih organa emitenta u skladu sa, još uvijek važećim Zakonom o preduzećima, članovi uprave, nadzornih odbora i zaposleni kod ovlašćenih učesnika, lica koja su zaposlena, profesionalno angažovana ili koja vrše određene dužnosti koje im omogućavaju pristup takvim informacijama, kao i lica koja direktno ili indirektno posjeduju 10% i više registrovanog kapitala emitenta.

Drugu grupu insajdera čine lica koja nemaju direktan pristup određenim informacijama (tzv. sekundarni insajderi), ali do povlašćenih informacija dolaze od lica koja takvom informacijom raspolažu i tu spadaju srodnici u prvom stepenu direktne linije za sva navedena lica iz prve grupe.

Treću grupu čine lica za koje Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske u vršenju nadzora ili na drugi način utvrdi da su iskoristili povlašćene informacije.

Svim navedenim licima je zabranjeno da koriste povlašćene informacije prilikom neposredne ili posredne kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti kojima se trguje ili hartija od vrijednosti koje su emitovali emitenti registrovani u Republici Srpskoj, bez obzira gdje se njima trguje. Pored toga, ne smiju da otkriju ili učine dostupnim povlašćene informacije drugim licima, koriste povlašćene informacije prilikom davanja savjeta drugim licima o kupovini ili prodaji hartija od vrijednosti.

Berzanski posrednici i drugi ovlašćeni učesnici koji saznaju za povlašćene informacije ne smiju da kupuju ili prodaju hartije od vrijednosti za vlastiti račun, niti da daju investicione savjete o hartijama od vrijednosti na koje se odnose te povlašćene informacije.

Da bi se izbjegao negativan efekat korišćenja povlašćenih informacija na sekundarnom tržištu Zakon propisuje da je emitent dužan da bez odgađanja obavjesti javnost o svim materijalnim činjenicama koje mogu biti od uticaja na cijenu hartija od vrijednosti. Zakon dalje propisuje da ako emitent nije u mo-

¹¹ Ovlašćeni učesnici su ona fizička i pravna lica koja za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti imaju dozvolu Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srpske. U tu kategoriju spadaju: berza, centralni registar hartija od vrijednosti, brokersko dilerska društva, kastodi banke, društva za upravljanje investicionim fondovima, depozitari investicionih fondova, brokери, investicioni savjetnici i investicioni menadžeri

gućnosti da objavi povlašćenu informaciju jer bi to objavljivanje ugrozilo njegove poslovne interese, o tome mora obavjestiti Komisiju koja ga može osloboditi te obaveze na rok koji ne može biti duži od tri mjeseca.

U cilju boljeg informisanja investitora i veće transparentnosti tržišta hartija od vrijednosti Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske je donijela Pravilnik o izvještavanju i objavljivanju informacija od strane emitentata hartija od vrijednosti koje su predmet javne ponude¹² kojim je propisan sadržaj, način i rokovi za objavljivanje izvještaja emitenta, čije su hartije od vrijednosti predmet javne ponude. U skladu sa Pravilnikom, emitenti su dužni da objavljuju izvještaje koji se odnose na, polugodišnje i godišnje finansijske izvještaje, revizorske izvještaje i izvještaje o značajnim događajima i radnjama koje utiču na poslovanjem emitenta što predstavlja i zakonsku obavezu emitentata u skladu sa članom 284. Zakona o tržištu hartija od vrijednosti. Pravilnikom (član 11) su detaljno definisani podaci o značajnim događajima i radnjama koje utiču na buduće poslovanje emitenta koje su emitenti dužni objavljivati. Navedene izvještaje emitenti su dužni u materijalnom i elektronskom obliku dostavljati Banjalučkoj berzi, u roku od sedam dana, od dana nastanka događaja, što je Berza bez odlaganja dužna objaviti na svojoj internet stranici. Od momenta nastanka događaja ili radnje koji utiču na buduće poslovanje emitenta pa do momenta objavljivanja, ovi podaci mogu biti osnov za trgovanje na osnovu povlašćenih informacija te je iz tog razloga neophodno da emitenti savjesno i pošteno izvršavaju svoju obavezu objavljivanja propisanih informacija i izvještaja. Podatke o značajnim događajima i radnjama koje utiču na buduće poslovanje, emitent ne smije saopštavati drugim licima prije njihovog objavljivanja. Za neobjavljivanje navedenih podataka i izvještaja od strane emitenta, Zakonom je propisana administrativna sankcija i predviđena je novčana kazna za pravno lice u iznosu od 10.000 KM do 50.000 KM dok je za odgovorno lice u pravnom licu predviđena novčana kazna u iznosu od 1.000 KM do 5.000 KM.

Federacija BiH

U Federaciji Bosne i Hercegovine trgovanje na osnovu povlašćenih informacija je regulisano Zakonom o tržištu vrijednosnih papira¹³. Povlašćena informacija je definisana kao privilegovana, povjerljiva, odnosno svaka informacija ili događaj koja licu koje njom raspolaže daje prednost u odnosu na druge učesnike

¹² Službeni glasnik Republike Srpske, broj 89/07 (članovi od 220–232)

¹³ Službene novine BiH, broj 85/08

u prometu hartijama od vrijednosti i koja može imati uticaj na emitenta hartija od vrijednosti ili na tržište na kojem se prometuje hartijama od vrijednosti i cijenu emitovanih hartija od vrijednosti, a koja još nije javno objavljena kao što je:

– precizna informacija o emitentu i njegovim hartijama od vrijednosti, ukoliko ta informacija sadrži okolnosti koje postoje ili se očekuju ili događaj koji se zbio ili se očekuje ili ako je informacija dovoljno specifična da se može zaključiti o mogućem efektu okolnosti ili događaja koji bi uticali na cijenu hartija od vrijednosti;

– informacija koju bi investitor na osnovu razumne prosudbe mogao uzeti u obzir kao dio osnove za donošenje odluke o investiranju.

Za razliku od Republike Srpske u Federaciji BiH su Zakonom jasno propisani izuzeci od povlašćene informacije tako da se istom ne smatraju:

– javno raspoložive informacije;¹⁴

– zaključci, procjene ili rezultati analiza bazirani na javno raspoloživim informacijama;

– glasine ili nagadanja za koje ne postoji očigledna veza sa pouzdanim izvorom kao što su lica koja imaju obavezu u vezi sa povlašćenim informacijama¹⁵;

– informacije o ponudi ili potražnji hartija od vrijednosti stečenih kao redovna posljedica prometa, osim ako zakonom ili drugim propisom nije drugačije određeno.

U Federaciji BiH je, kao i u Republici Srpskoj, Zakonom propisan način postupanja profesionalnih posrednika¹⁶ u vezi sa povlašćenim informacijama tako što je istima strogo zabranjeno da, ukoliko saznaju za povlašćene informacije,

¹⁴ Javno raspoloživim informacijama se, u skladu sa članom 222 stav 1. Zakona ne smatraju informacije koje su po svojoj prirodi bile javne u momentu nastanka, koje su poznate i drugim licima, osim lica koja imaju obavezu u vezi sa povlašćenim informacijama, odnosno informacije koje su objavljene u bilo kojem masovnom mediju (štampanom ili elektronskom) koji izlazi ili program emituje na području Federacije BiH i dostupan je u mjestu sjedišta emitenta, te informacije iz bilo kojeg javnog registra u Federaciji BiH

¹⁵ Lica koja imaju obavezu u vezi sa povlašćenom informacijom su definisana članom 224 Zakona i u ta lica spadaju: članovi nadzornog odbora, odbora za reviziju i uprave emitenta i pravnog lica na kojeg se odnose povlašćene informacije; zaposlenici ili bilo koje drugo lice angažovano kod emitenta koje ima pristup povlašćenim informacijama; članovi uprave, nadzornog odbora i zaposlenici kod ovlaštenog učesnika na tržištu hartija od vrijednosti, društva za upravljanje investicionim fondovima i investicionog fonda; lica koja direktno ili indirektno imaju 10% i više akcija emitenta na kojeg se odnose povlašćene informacije; supružnici i srodnici u prvom stepenu prave linije sa navedenim fizičkim licima; treća fizička ili pravna lica koja su od navedenih lica došla od povlašćenih informacija

¹⁶ Profesionalni posrednici su lica koja imaju dozvolu ok Komisije za hartije od vrijednosti za obavljanje poslova sa hartijama od vrijednosti

kupuju i prodaju hartije od vrijednosti ili daju investicione savjete za kupovinu ili prodaju hartija od vrijednosti na koje se odnose povlašćene informacije. Pored toga, zakonska pretpostavka je da profesionalni posrednik ili lice koje je kod njega zaposleno ima koristi od povlašćenih informacija u prometu hartija od vrijednosti u dva slučaja. Prvi, kada zna da određeni klijent ima količinski veliki nalog ili nalog koji može uticati na stanje na tržištu hartija od vrijednosti, pa sam ispostavlja nalog kojim stiće korist od te informacije ili savjetuje drugog klijenta da tako postupi. Drugi slučaj je kada profesionalni posrednik ponavlja uspješne investicione odluke svog klijenta za svoj račun ili za račun drugog klijenta. Profesionalni posrednik kao i emitent hartija od vrijednosti su dužni da bez odlaganja obavjeste Komisiju za hartije od vrijednosti o svakoj transakciji na osnovu povlašćenih informacija, a najkasnije naredni dan od dana saznanja ili kada su prema okolnostima mogli imati saznanje o ovim transakcijama.

Trgovanje na osnovu povlašćenih informacija je krivično djelo – Zakon (u Republici srpskoj i u Federaciji BiH) podjednako zabranjuje tri načina korišćenja povlašćene informacije: prvo, trgovanje tj. kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti na osnovu povlašćene informacije sa ciljem da se sebi ili drugom pribavi imovinska korist ili da se drugom prouzrokuje šteta, drugo, neovlašćeno saopštavanje, prodaju ili ako se na drugi način učini dostupnim povlašćena informacija drugom licu i konačno, ako se na osnovu povlašćene informacije drugom licu da savjet za kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti sa ciljem da se sebi ili drugom pribavi imovinska korist ili da se drugom prouzrokuje šteta. Kazna propisana za ovo krivično djelo u Republici Srpskoj je novčana kazna ili kazna zatvora do jedne godine a ako je izvršenjem ovog krivičnog djela pribavljena imovinska korist ili je drugom pričinjena šteta u iznosu većem od 1.500,00 KM, učinilac će se kazniti novčanom kaznom ili kaznom zatvora do dvije godine. U Federaciji BiH počinilac ovog krivičnog djela će se kazniti novčanom kaznom ili kaznom zatvora od 90 dana do pet godina.

Primjer iz prakse:

Kao primjer za trgovanje na osnovu povlašćene informacije prezentovaćemo slučaj koji se desio na Varšavskoj berzi, aprila 2003. godine. Sve je počelo kada je kompanija X objavila odluku o sazivanju vanredne skupštine akcionara na kojoj je jedna od tačaka dnevnog reda bila, donošenje odluke o kupovini sopstvenih akcija. Naime, 23. aprila 2003. godine je održana vanredna skupština akcionara (od 10:00 časova do 15:00 časova) gdje je donijeta odluka o kupovini 10% sopstvenih akcija putem javne ponude. Skupština akcionara je navedenog dana na samoj skupštini odlučila da za kupovinu sopstvenih akcija potroši dvostruko više novca od ranije planiranog te je određena cijena po akciji do 6,60 PLN¹⁷. U trenutku donošenja odluke akcijama kompanije X se trgovalo na Varšavskoj berzi po prosječnoj cijeni od 1,93 PLN i dana 23. aprila 2003. godine

(u vrijeme održavanja vanredne skupštine akcionara) zabilježene su kupovine veće količine akcija kompanije X. Kako je postojala osnovana sumnja da je u pitanju trgovanje na osnovu povlašćenih informacija Poljska komisija za hartije od vrijednosti, kao regulator tržišta, je pokrenula postupak nadzora nad navedenim transakcijama.

Komisija je u postupku nadzora nad spornim transakcijama prikupila sve naloge za kupovinu akcija kompanije X, te su saslušani svi izvršni direktori kompanije i brokeri. Kako je utvrđeno da su nalozi dati telefonskim putem Komisija je, u skladu sa svojim zakonskim ovlašćenjima, od telefonske kompanije dobila listing telefonskih poziva za nalogodavce za kupovinu akcija. Na osnovu prikupljenih dokaza utvrđeno je da su lica A i B, inače akcionari kompanije X, nakon donošenja odluke o kupovini sopstvenih akcija, na pauzi skupštine akcionara mobilnim telefonima kontaktirali svoje brokere te naložili kupovinu predmetnih akcija. Komisija je poništila sporne transakcije te pokrenula krivični postupak protiv tih lica koja su kasnije u krivičnom postupku pravosnažno osuđena.

ZAKLJUČAK

Regulativa koja se odnosi na sprečavanje trgovanja na osnovu povlašćenih informacija je dio regulative koji se odnosi na zaštitu integriteta tržišta i omogućavanje svim učesnicima na tržištu jednake uslove prilikom trgovanja sa hartijama od vrijednosti i drugim finansijskim instrumentima. Promptno i fer objavljivanje informacija javnosti jača integritet tržišta, dok selektivno objavljivanje od strane emitenta može dovesti do gubitka povjerenja ulagača u integritet finansijskih tržišta. Kako je povjerenje ključ uspjeha funkcionisanja svakog efikasnog tržišta, legitiman je interes društva da se ova oblast na odgovarajući način pravno uredi. Upravo iz tog razloga je veoma bitno da se trgovanje na osnovu povlašćenih informacija reguliše pozitivnim zakonskim propisima te da se navedena regulativa poštuje.

Što se tiče pravnog regulisanja ove oblasti u Bosni i Hercegovini, možemo konstatovati da definicija povlašćene informacije u pravu BiH nije zasnovana na evropskim direktivama u ovoj oblasti. Naime, zakonodavac u Republici Srpskoj je povlašćenu informaciju definisao kao činjenicu a ne kao informaciju o činjenicama, kako je to definisano u pomenutoj evropskoj direktivi. Neuskladenost takve definicije sa datim definisanjem povlašćenih informacija u evropskom pravu je izražena u dijelu u kojem je u Republici Srpskoj propisano da je potrebno da

¹⁷ PLN – Poljski zloti – novčana valuta u Poljskoj

činjenica (koja se smatra povlašćenom informacijom) može uticati na cijenu hartija od vrijednosti, za razliku od evropske direktive koja propisuje da je potrebno da informacija o činjenici ima značajan uticaj na cijenu finansijskih instrumenata na koje se odnosi. Dakle, za razliku od evropskog prava u pravu Republike Srpske, u principu, nije potrebno da uticaj povlašćene informacije bude bitan na cijenu hartija od vrijednosti. Donekle je drugačija situacija u Federaciji BiH gdje je povlašćena informacija definisana kao precizna informacija o emitentu i njegovim hartijama od vrijednosti koja bi uticala na cijenu hartija od vrijednosti. Pored navedenih razlika, značajno bitnija neusklađenost regulative u ovoj oblasti u Bosni i Hercegovini, sa pravom EU je u polju primjene povlašćene informacije. Za razliku od nove evropske direktive koja je naglasila širenje polja primjene, ne samo na emitenta i hartije od vrijednosti, nego i na finansijske i robne derivate, zakoni koji regulišu ovu oblast u Republici Srpskoj i Federaciji BiH još uvijek stoje na zaštiti emitenata i hartija od vrijednosti, što je, u neku ruku, i opravdano imajući u vidu stepen razvoja tržišta kapitala u Republici srpskoj i Federaciji BiH. Što se tiče kazni propisanih za krivično djelo trgovanja na osnovu povlašćenih informacija smatramo da bi trebalo razmisliti o Američkom modelu kažnjavanja koji pored novčane kazne i kazne zatvora propisuje i obavezno oduzimanje cjelokupne protivpravno stečene koristi (engl. *disgorgement of all ill gotten gains*) od počinioca navedenog krivičnog djela. Saglasno navedenom, mišljenja smo da bi promjena pozitivne zakonske regulative u BiH koja se odnosi na trgovanje sa povlašćenim informacijama, u cilju usklađivanja sa važećom evropskom direktivom i zakonskim rešenjima koja su u drugim zemljama dala pozitivne rezultate u rješavanju ovog problema, dobrodošla.

NENAD BAROŠ, LL.M.
Assistant, Faculty of Economy,
Banja Luka

INSIDER TRADING – THE BOSNIA AND HERCEGOVINA SOLUTIONS

Summary

Trading in financial instruments in the securities market is subject to numerous law and bylaw restrictions in order to achieve greater market transparency and to enable all participants equal or at least approximately equal conditions when conducting transactions with securities. One of the basic prohibitions, in order to achieve these goals includes trading on the basis of privileged information, information that is not publicly available to all investors. Because of the above-mentioned reasons, the prescribing and complying regulations relating to the prohibition of trading based on privileged information is one of the essential conditions for the efficient functioning of securities markets and creating investor confidence in the market.