

## POJAM POVLAŠĆENE INFORMACIJE U PRAVNOJ TEORIJI I PRAKSI

Dr. sc. Mijat Jocović, docent  
Ekonomski fakultet  
Univerzitet Crne Gore, Podgorica  
Crna Gora

UDK: 339.172  
Ur.: 26. ožujka 2013.  
Pr.: 10. rujna 2013.  
Pregledni znanstveni rad

### **Sažetak**

*Institut insajderske trgovine je tokom istorije predstavljao ozbiljan problem za zakonodavca, sudsku praksu i nauku. Ovaj institut dugo godina nije bio pravno regulisan. Pozitivnopravno regulisanje značilo je i početak teorijskih rasprava, koje su pratile zakonske promjene i brojne dileme, posebno u evropskim zemljama. Navedeno se odrazilo i na efikasnost primjene u praksi. Pravni problemi u ovoj oblasti su brojni, a često pravna nauka, zakonodavstvo i sudska praksa daju suprotna rješenja za određena sporna pitanja.*

*Jedno od najkotroverznijih pravnih pitanja u teoriji i praksi je definisanje pojma povlašćene informacije. Bez obzira na napor evropskih zemalja da precizno definišu ovaj element instituta insajderske trgovine, za sada su izostali konkretni rezultati. Razlog se, prema mišljenju autora, nalazi u nemogućnosti da se pravnom normom predvide sve situacije koje jednoj informaciji daju epitet povlašćene informacije. U radu autor ističe da uporedna praksa funkcionisanja tržišta vrijednosnih papira pokazuje da značajan broj pitanja u oblasti instituta insajderske trgovine ostaje van domašaja zakonodavca. Navedena činjenica posebno dolazi do izražaja u odnosu na definisanje povlašćene informacije. Cilj ovog rada je da ukaže da postoji prostor da sudska praksa, i u zemljama u kojima nije formalni izvor prava, ponudi određena rješenja i tako smanji učestalost zloupotreba povlašćenih informacija u praksi.*

**Ključne riječi:** *insajderska trgovina, povlašćene informacije, javnost, cjenovna osjetljivost informacije.*

### **1. UVODNE NAPOMENE**

U poslovanju sa vrijednosnim papirima, ali i u svim oblastima ljudskog života, u svim epohama razvoja, informacije su imale značaj. Danas, u uslovima života i obavljanja privredne djelatnosti u vremenu globalizacije i opšte informatizacije društva, informacije predstavljaju jedan od ključnih resursa koji doprinosi društvenom progresu. U obavljanju privredne djelatnosti informacije se smatraju

jednom od najznačajnijih komparativnih prednosti privrednih subjekata.<sup>1</sup> Zbog navedenog, u uporednom pravu u materiji prava vrijednosnih papira, kao ideal zakonodavstva postavilo se pravilo informacione simetrije, koje znači da svi učesnici na tržištu treba da imaju jednaku mogućnost u pristupanju svim informacijama od značaja za donošenje poslovnih odluka. Sa druge strane, postoje i suprotna gledišta. Tako određeni autori smatraju da posmatranje trgovine vrijednosnim papirima na osnovu jednakog pristupa informacijama predstavlja utopiju.<sup>2</sup> Prema njihovom mišljenju, upravo je informaciona asimetrija osnov izvršenja najvećeg broja pravnih poslova na tržištu kapitala, jer da postoji jednakost u informisanju, ne bi postojala trgovina vrijednosnim papirima. Ipak, u konkurenciji različitih informacija investitori svima ne pridaju jednaku važnost. Na tržištu, najveći značaj za investitore imaju one informacije koje nijesu objelodanjene u javnosti, a mogu da imaju uticaj na cijenu vrijednosnog papira. Takve informacije se u pravnoj i ekonomskoj teoriji nazivaju različitim imenima - povlašćene, insajderske, privilegovane ili *inside* informacije. Bez obzira na terminološku neodređenost, suština je nepromjenljiva - one poznavacima daju nepravičnu prednost nad ostalim učesnicima na tržištu, a njihovo korišćenje je strogo zabranjeno.

Neki autori upravo definiciju povlašćene informacije smatraju ključnim elementom u sklapanju složenog mozaika koji garantuje dokazivanje krivice u slučajevima zloupotreba.<sup>3</sup> I zaista, postojanje povlašćene informacije je inicijalna kapisla putem koje započinje svako djelo u ovoj oblasti.<sup>4</sup> Sam pojam povlašćene informacije u uporednom pravu i praksi je sporan. Prvo, ne postoje jedinstveni kriterijumi koji jednoj informaciji daju kvalifikaciju povlašćene informacije, što zadaje dosta problema sudovima da svojim tumačenjem odrede ovaj pojam.<sup>5</sup> Drugo, iste informacije u različitim pravnim sistemima mogu da imaju različitu kvalifikaciju, zavisno od polaznog kriterijuma u regulisanju instituta *insider*

1 Važnost informacije u ekonomiji slikovito je opisana sledećom rečenicom: „Informacije su u ekonomiji ono što je ulje u motoru!“, Ridderstrale, Jonas, Nordström, Kjell, *Karaoke kapitalizam: menadžment za čovječanstvo*, Zagreb, Differo, 2004, str. 133.

2 Cox, James, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the Chicago School*, Durham, Duke Law Journal, 1986, str. 631.

3 „Definicija insajderske informacije je ključni koncept u razumijevanju, otkrivanju, procesuiranju i sankcionisanju svih insajderskih aktivnosti. Krivično djelo će biti izvršeno samo ako osoba posjeduje insajdersku informaciju koja je cjenovno osjetljiva i neobjavljena a njeno posjedovanje rezultira da je imalac u nepravednoj poziciji u odnosu na ostatak tržišta hartija od vrijednosti“. Hudson, Alastair, *Securities Law*, London, Sweet & Maxwell, 2008, str. 753.

4 Prema mišljenju nekih autora sam institut *insider trading* znači nedozvoljeno korišćenje povlašćene informacije u trgovini sa vrijednosnim papirima. Vidjeti: Vasiljević, Mirko, *Insider trading (dealing) - povlašćene informacije*, *Pravo i privreda*, br. 9-12/2001, str. 7.

5 U radu će biti ukazano na različite pristupe prema ovom institutu u uporednom pravu. Ključni nedostatak, bez obzira na to da li se pojam povlašćene informacije određuje putem zakona ili se ostavlja prostor sudskoj praksi, je postojanje *pravnih standarda* prilikom utvrđivanja statusa povlašćene informacije.

*trading*.<sup>6</sup> Treće, dinamičnost obavljanja privredne djelatnosti, posebno kompanija koje emisijom vrijednosnih papira prikupljaju kapital, pretvara ih u proizvođače ogromnog broja informacija, pa se postavlja pitanje: Koje to informacije, u moru koje svakodnevno proizvodi jedan emitent, imaju karakter povlašćene informacije? Odgovori su različiti i često pravno problematični. Određene informacije, bez obzira na to da li se radi o informacijama od strane emitenta ili informacijama o stanju na tržištu, zbog svoje prirode lako poprimaju epitet povlašćene informacije. Takve su, na primjer, informacije o povećanju prihoda u jednoj poslovnoj godini, dobijanju važne licence, spajanju sa drugim privrednim subjektom i sl. Ipak, brojna je i druga grupa informacija koje ne mogu na prvi pogled steći status povlašćene informacije i potencijalnom tužiocu olakšati posao, makar u odnosu na jedan od elemenata bića djela koji je neophodno dokazati.<sup>7</sup> Pored jedne grupe pravnih problema koji se nalaze u kvalifikaciji povlašćene informacije, postoji i druga, podjednako teška, koja se nalazi u dokazivanju njene primjene u svakom konkretnom slučaju od strane insajdera.

Ovaj dio prava vrijednosnih papira u najvećem broju zemalja zauzima mjesto u zakonodavstvu. Takođe, i pored nastojanja da se direktivama detaljno uredi ovaj problem, konkretni rezultati, za sada, izostali su i u zemljama Evropske unije. Zemlje u okruženju u značajnoj mjeri su usaglasile ovo pitanje za zahtjevima prava Evropske unije. Pored Hrvatske, ovo pitanje je u značajnoj mjeri usaglašeno i u pravu Srbije. Na žalost, u Crnoj Gori, pažnja nije u dovoljnoj mjeri posvećena cijelom institutu insajderske trgovine, pa samim tim ni pojmu povlašćene informacije. Osnovna hipoteza na kojoj se zasniva ovaj rad je da samo regulisanje pojma povlašćene informacije ne garantuje uspjeh u eventualnom sporu. Prema mišljenju autora, nemoguće je pravnim normama obuhvatiti sve događaje ili radnje koje mogu u konkretnom slučaju imati karakter povlašćene informacije. Zbog navedenog je potrebna odlučnija i smjelija uloga sudova i regulatora tržišta, da svojim tumačenjima stvore praksu prema kojoj će i mnogim informacijama koje objektivno ne mogu biti pravno regulisane davati karakter povlašćene informacije. Autor iznosi u radu stav, da samo na ovaj način neće dolaziti do ponavljanja situacije iz prošlosti u mnogim zemljama svijeta - da je pravna regulativa u ovoj oblasti najbolja zaštita insajderima.

6 Uprkos težnji i namjerama da se pravo na nivou EU u ovoj oblasti harmonizuje, upravo se ova situacija dešava u evropskim zemljama i predstavlja jednu od glavnih prepreka stvaranju jedinstvenog tržišta vrijednosnih papira. Detaljnije vidjeti rad: Enriques, Luca, Gatti, Matteo, *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 14, No. 1, 2008, str. 43.

7 „Sa jedne strane postoje informacije koje se smatraju tipičnim inside informacijama... S druge strane postoji vrlo široka siva zona u kojoj se nalaze informacije u pogledu kojih situacija nije jasna.“. Arsić, Zoran, *Insider trading, Pravo i privreda*, br.1-2/96, str. 44.

## 2. RAZLIČITI PRISTUPI U UPOREDNOM PRAVU U ODREĐIVANJU POJMA POVLAŠĆENE INFORMACIJE

Tokom razvoja instituta *insider trading* pojavila se dilema da li se povlašćene informacije odnose isključivo na emitenta ili su to sve informacije koje se nalaze na tržištu. Ovaj problem vodi porijeklo iz dva osnovna pristupa ovom institutu. Američki sistem, koji se zasniva na agencijskom odnosu između insajdera i emitenta, i evropski pristup, koji je okrenut zaštiti integriteta tržišta.<sup>8</sup> I u praksi se mogu identifikovati dva tipa povlašćenih informacija: 1. neobjelodanjene cjenovno osjetljive informacije koje potiču od emitenta (uži pristup, engl. *narrow approach*) i 2. bilo koja neobjelodanjena cjenovno osjetljiva informacija koja utiče na cijenu vrijednosnog papira bez obzira na izvor iz kojeg potiče (širi pristup, engl. *general approach*).

U prvom slučaju, insajderska informacija potiče samo od kompanije čijim se vrijednosnim papirima trguje, dok u drugom slučaju insajdersku informaciju konstituišu sve činjenice koje nijesu objelodanjene, a mogu uticati na njenu vrijednost na tržištu. Primjeri insajderske trgovine na osnovu šireg pristupa nalaze se u slučajevima kada se u ulozi insajdera nalaze lica koja obavljaju djelatnosti u javnoj službi. Na primjer, informacije o namjeri smanjenja poreza na dobit pravnih lica ili o sprovođenju restriktivne politike u nekoj oblasti industrije, koje nijesu objavljene javno, mogu imati karakter povlašćene informacije, iako ne potiču od emitenta, ali se direktno odnose na njegovu buduću poziciju na određenom tržištu. Ovaj koncept se može primijeniti i u slučajevima kada informacija potiče od jedne kompanije, ali ima uticaj na cijenu vrijednosnog papira druge kompanije. Na primjer, informacija o namjeri slanja ponude za preuzimanje ciljne kompanije. Usvajanjem prvog shvatanja automatski se ograničavaju domeni primjene zakona na određene slučajeve insajderske trgovine, odnosno određenim licima se daje zeleno svjetlo da u nekim situacijama zloupotrijebe informaciju koju posjeduju. Danas je u najvećem broju zemalja sa razvijenim tržištem vrijednosnih papira usvojeno drugo pravilo. Ovakav pristup prihvaćen je i u pozitivnom pravu Hrvatske i Srbije.<sup>9</sup>

8 Hunmook, Lee, *Rationales and Requirements of the Legal Framework of Insider Dealing in the European Union*, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1192102](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1192102)>, 31. jul 2008., 10. februar 2013., str. 4-6.

9 Vidjeti detaljnije: Čl. 2 i 3 Pravilnika o objavi povlašćenih informacija koje se neposredno odnose na izdavatelja te o određivanju opravdanih interesa izdavatelja u svrhu neobjavlivanja, Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga od 07. siječnja 2009. godine i čl. 2 i 3 Pravilnika o objavljivanju insajderskih informacija koje se neposredno odnose na izdavaoca i o određivanju opravdanih interesa izdavaoca u svrhu neobjavlivanja, Komisije za hartije od vrijednosti Srbije.

### 3. EKONOMSKI PRISTUP U ODREĐENJU POJMA POVLAŠĆENE INFORMACIJE

U ekonomskoj teoriji pojmu povlašćene informacije se prilazi krajnje pragmatično. Ne uzimajući stav krajnje liberalne škole, koja se protivi bilo kakvom zakonskom regulisanju materije povlašćenih informacija, u ekonomskoj teoriji ovaj pojam se analizira iz ugla koristi ili gubitaka koje informacije donose učesnicima na tržištu. Tako se među ekonomistima koji podržavaju regulisanje insajderske trgovine izdvajaju dva stava. Prvi, da pojam povlašćene informacije treba da odredi svaki emitent prema svom nahodanju ili učesnici u trgovini vrijednosnim papirima prilikom sklapanja pravnih poslova. Drugi pristup podržava zakonsko ili regulisanje povlašćene informacije putem sudske prakse, uz precizno određenje njenih bitnih elemenata. Takođe, ekonomisti naglašavaju činjenicu da je informacija oskudan resurs i da treba voditi računa o načinu njenog korišćenja.<sup>10</sup>

Dio ekonomske teorije u proteklom periodu oštro je kritikovao definicije povlašćenih informacija koje je stvarala sudska praksa. Posebno su oštre kritike bile u zemljama američkog sistema uređenja ovog instituta. Prema mišljenju ekonomskih kritičara, zakonodavstvo kojim se zabranjuje trgovina na osnovu insajderskih informacija je nedosljedno ne samo u teoriji nego i u praksi. To se može dokazati i kroz definisanje pojma povlašćene informacije. Brzi odgovor na ovo pitanje, koji je dala američka sudska praksa, je materijalna neobjavljena informacija.<sup>11</sup> Ipak, ovakvo objašnjenje u potpunosti ne rješava problem. Ekonomisti objašnjavaju da je neminovnost svake informacije njena asimetričnost i nesavršenost. Za pojedine investitore jedne informacije su materijalne u jednom opsegu, dok za druge investitore nemaju takvu vrijednost. Kao i svaki drugi proizvod, informacija ima svoj vijek trajanja. Ona započinje svoje postojanje kao nepoznata, a zatim se otkriva ili saznaje. U tom slučaju ona postaje poznata samo određenom, manjem ili većem broju lica. Koji je momenat kada informacija postaje javna, sudska praksa ni zakoni, za sada, nijesu precizno utvrdili. Tako se bez preciznog odgovora na pitanja javnosti, materijalnosti i preciznosti informacije, ne smije detaljnije pristupati njihovom regulisanju.<sup>12</sup>

Na kraju, u ekonomskoj teoriji se pravi razlika između dva tipa povlašćenih informacija u najširem smislu. Tako profesor *Manne (Henry G. Manne)* navodi da je potrebno praviti razliku između finansijskih informacija i informacija o događajima i promjenama. Prema njegovom shvatanju, postoji nekoliko različitih tipova informacija koje ulaze u prvu kategoriju. Prvi nivo čini uopšteno poznavanje

10 Muškić, Jelena, *Insajder trgovanje - zločin bez žrtve*, Podgorica, Institut za strateške studije i prognoze, 2005, str. 2.

11 Ova, kao i brojne druge definicije insajderske informacije, nalaze se u sudskoj praksi SAD. Ovdje u slučaju: *U.S v. Svoboda*, United States Court of Appeals, Second Circuit, 347 F.3d 471 od 24. oktobra 2003. godine.

12 O ekonomskoj kritici samog pojma povlašćene informacije detaljnije vidjeti: Engle, Eric, *Insider Trading: Incoherent in Theory, Inefficient in Practice*, Oclahoma City, Oclahoma City University Law Review, vol. 32, No. 1, 2008, str. 447.

tržišta kapitala, vidova investiranja kapitala, poslovanja sa brokerima, poreske posledice različitih poslovnih odluka. Sledeći nivo čine osnove finansija (bilans stanja, uspjeha, izvještaji sa berze i sl.). Na većem nivou prve kategorije je poznavanje posebnih događaja koji mogu da utiču na cijenu vrijednosnog papira, dok se na kraju nalazi saznanje kako različiti događaji utiču ne samo na cijenu vrijednosnih papira već i na funkcionisanje cijelog tržišta kapitala. Drugu kategoriju informacija čini znanje o specifičnim događajima koji su se desili ili postoji veliki stepen vjerovatnoće da će se dogoditi, a utiču na cijenu vrijednosnih papira. Ovakve informacije mogu, ali ne moraju, imati karakter insajderskih informacija. Na primjer, objelodanjivanje u javnosti informacije o vrijednom ugovoru se ne smatra insajderskom informacijom. U ovu kategoriju informacija spadaju podaci o vladinoj finansijskoj, kreditnoj ili poreskoj politici, saznanja nastala na osnovu istraživanja promjene u tražnji određenih proizvoda na tržištu i sl.<sup>13</sup>

Među brojnim ekonomskim pristupima pojmu povlašćene informacije postoji jedan koji je iz ugla pravne struke prihvatljiv. To je pristup prema kojem se povlašćene informacije smatraju imovinom emitenta. Ovaj pristup je u sudskoj praksi SAD bio osnov za teorije odgovornosti insajdera u određenim slučajevima, a prihvataju ga i neka evropska zakonodavstva.<sup>14</sup> Ovako širok pristup, znači da i

13 Detaljnije vidjeti: Manne, Henry, *Insider Trading and the Stock Market*, New York, New York: The Free Press, 1966, str. 47-59.

14 Jedan od najpoznatijih slučajeva iz sudske prakse u kojem je došlo da izražaja shvatanje o informacijama kao imovini emitenta je *SEC v. Talbot*. U ovom slučaju američka SEC je stekla važnu sudsku potvrdu svojih napora da proširi dejstvo teorije zloupotrebe prava. Slučaj je proistekao iz radnji gospodina Tomasa Talbota (engl. *J. Thomas Talbot*), koji je obavljao dužnost člana odbora direktora kompanije *Fidelity National Financial Co.* (u daljem tekstu FNF), koja je osnovana u *Delaveru*. Tokom 2003. godine, FNF je posjedovala oko 10% akcija u kompaniji *Lending Three, INC*. U aprilu 2003. godine, *Lending Three* je obavijestila menadžment FNF da treće lice pregovara o njihovoj kupovini. Takođe, nije navedeno ime potencijalnog kupca, ali je izričito navedeno da informacija o vođenju pregovora ima karakter povjerljivosti. Navedena informacija je bila predmet rasprave na redovnoj sjednici odbora direktora FNF u aprilu 2003. godine. Na sastanku je donesena odluka o započinjanju postupka sticanja akcija *Lending Three, INC*. Takođe, članovi borda su se saglasili da navedena informacija ima karakter insajderske, neobjavljene informacije i da ne smiju u međuvremenu kupovati akcije *Lending Three, INC*. Dva dana nakon sastanka (25. aprila), Talbot je kupio akcije. Nakon javnog objavljivanja informacije o preuzimanju cijena akcija *Lending Three, INC* je naglo porasla, što je Talbot iskoristio da prodajom ostvari profit. *SEC* je u junu 2004. godine, na osnovu teorije o zloupotrebi informacija, protiv Talbota podnijela tužbu. Prvostepeni sud (U.S. District Court for the Central District of California), na osnovu analogije sa ranijom praksom, donosi presudu da Talbot, kao član odbora direktora FNF, ne posjeduje fiducijarnu obavezu prema drugoj kompaniji, koja je izvor informacije, pa se ne može aktivirati njegova odgovornost po ovom osnovu. U žalbenom postupku tužilac je iznio argument da je Talbot odgovoran na osnovu teorije o zloupotrebi informacije i činjenice da su navedene informacije predstavljale imovinu kompanije, jer je bio u obavezi, prema FNF, da transakciju koju je planirala prema drugoj kompaniji drži u tajnosti. Sud je usvojio navedeni argument i obrazložio da prema pravu *Delavera*, „članovima menadžmenta i direktorima nije dozvoljeno da koriste svoju poziciju povjerenja prema kompaniji za ostvarenje sopstvenih interesa“. Na kraju, sud je takođe zauzeo stav da je pravi vlasnik informacije o potencijalnoj akviziciji kompanija FNF. Vidjeti: *United States Court of Appeals, Ninth Circuit, No. 06-55561, 2008, SEC v. Talbot*.

informacije koje stvara emitent ili se odnose na njega ulaze u njegovu imovinu.<sup>15</sup>

#### 4. POJAM POVLAŠĆENE INFORMACIJE U PRAVNOJ TEORIJI I ZAKONODAVSTVU

**Terminološko razgraničenje.** Prije definisanja pojma povlašćene informacije, mora se istaći da se u uporednom pravu koriste različiti termini za ovaj pojam, što se prenijelo i na terminologiju na našem govornom području. Tako se za ovaj termin u uporednom pravu mogu naći sledeći izrazi: *privileged information* - termin koji se koristi u Francuskoj da bi se označilo kršenje privilegovane, potencijalno fiducijarne obaveze insajdera prema emitentu; *advance information* - u kojem je akcenat stavljen na vremenski elemenat uporebe informacije prije ostalih lica; *price sensitive information* - termin koji se sreća u engleskom pravu, sa ciljem da ukaže na jednu od karakteristika povlašćene informacije - cjenovnu osjetljivost; *insider fact* - termin koji se do promjena Zakona o trgovini vrijednosnim papirima iz 2003. godine koristio u njemačkom zakonodavstvu.<sup>16</sup>

Nepostojanje harmonizacije u uporednom pravu reflektovalo se i na terminološko određenje u literaturi. Tako se za isti institut sretaju različiti termini: insajderska informacija, povlaštena (povlašćena) informacija, privilegovana informacija, *inside* informacija. Ovakvo stanje u teoriji reflektuje se i u zakonodavstvu. Tako, na primjer, pravo Crne Gore koristi termin *povlašćena informacija*.<sup>17</sup> Termin *povlaštena informacija* koristi se u hrvatskom zakonodavstvu, dok se u pravu Srbije upotrebljava termin *insajderska informacija*.

**Pojam povlašćene informacije.** U pravnoj literaturi mogu se naći definicije povlašćene informacije.<sup>18</sup> Insajderska informacija u osnovnom značenju predstavlja informaciju koja se odnosi na imovinu kompanije ili zaradu, a direktno utiče na cijenu vrijednosnih papira. Ova definicija se vremenom proširila da bi uključila tržišnu informaciju (engl. *market information*), koja predstavlja informaciju od uticaja na tržištu hartija od vrijednosti i nije samo informacija o imovini kompanije ili njenoj zaradi. Danas, sudovi ne prave razliku između navedenih formi insajderskih

15 „U principu, smatra se da obim korišćenja imovine kompanije za privatne potrebe ide dalje od materijalne (tjelesne) imovine i obuhvata korišćenje neobjavljenih povlašćenih korporacijskih informacija“. Vasiljević, M., op. cit., str. 147.

16 Detaljnije o terminološkom određenju pojma povlašćene informacije u evropskim zemljama vidjeti: Wymeersch, Edy, *Insider Trading Prohibition in the EC: a Comparative Overview*, u: Hopt, Klaus, Wymeersch, Eddy (editors), *European Insider Dealing - Law and Practice*, London, Butterworths, 1991, str. 111.

17 Član 102 Zakon o hartijama od vrijednosti Crne Gore (“Sl. list RCG”, br. 59/00, ...40/11).

18 Profesor Nebojša Jovanović upotrebljava termin povlašćeni podatak i definiše ga kao „neobjavljeni podatak o tačno određenoj činjenici u vezi sa određenim izdavaocem ili njegovim vrednosnicama, čije bi objavljivanje vjerovatno bitno uticalo na kurs tih vrednosnica“. Vidjeti: Jovanović, Nebojša, *Berzansko pravo*, Beograd, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, 2009, str. 415.

informacija.<sup>19</sup> Za razliku od pojma *insider trading*, uporedna zakonodavstva definišu povlašćenu informaciju. Ovakav pristup u evropskim zemljama potiče iz Direktive o insajderskoj trgovini iz 1989. godine, koja je definisala povlašćenu informaciju kao preciznu informaciju koja nije dostupna javnosti i koja se odnosi na jednog ili više izdavalaca prenosivih vrijednosnih papira ili na sam vrijednosni papir, a koja bi, da je javno objelodanjena, mogla imati značajan efekat na cijenu vrijednosnog papira.<sup>20</sup> Definicija povlašćene informacije u Direktivi o zloupotrebi tržišta iz 2003. godine sadržinski nije pretrpjela značajne promjene.<sup>21</sup>

U pravu Hrvatske nalazi se definicija povlašćene informacije koja je usaglašena sa Direktivom o zloupotrebi tržišta. Naime, u členu 455. st. 1. hrvatskog Zakona o tržištu kapitala (Narodne novine, br. 88/08, 146/08 i 74/09), povlašćena informacija se definiše kao *informacija precizne naravi koja nije bila javno dostupna i koja se posredno ili neposredno odnosi na jednog ili više izdavalca financijskih instrumenata ili na jedan ili više financijskih instrumenata te koja bi, kada bi bila javno dostupna, vjerovatno imala značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata*. I u pravu Srbije nalazi se slična definicija povlašćene informacije usklađena sa Direktivom o zloupotrebi tržišta.<sup>22</sup>

U pozitivnom pravu Crne Gore, za razliku od većine evropskih zemalja i zemalja iz okruženja, ne nalazi se precizna definicija povlašćene informacije. Crnogorsko zakonodavstvo, stidljivo, nedovoljno jasno, opisuje insajdersku informaciju na dva načina. Prvo, to su neobjavljene informacije koje mogu dati prednost u odnosu na druge učesnike u trgovini hartijama od vrijednosti i drugo, to su informacije koje mogu, ukoliko se objave, značajno uticati na cijenu hartija od vrijednosti.<sup>23</sup> Na kraju, u evropskom pravu se Direktivom o tržišnim zloupotrebama određuje i pojam povlašćene informacije u odnosu na robne derivate i na lica odgovorna za sprovođenje naloga u vezi sa finansijskim instrumentima.<sup>24</sup> Navedene definicije nalaze se u pravima najvećeg broja zemalja u regionu koje usklađuju ovaj institut sa evropskim pravom i međunarodnim standardima u ovoj oblasti.

19 Vidjeti: Gorman, Christopher, *Are Chinese Walls the Best Solution to the Problem of Insider Trading and Conflict of Interest in Broker-Dealers?*, New York, 9 Fordham J. Corp. & Fin. Law, 2004, str. 478.

20 Čl. 1 st. 1 Direktive o insajderskoj trgovini iz 1989. godine.

21 Vidjeti: čl. 1 st. 1 Direktive o zloupotrebi tržišta iz 2003. godine.

22 Insajderske informacije su informacije o tačno određenim činjenicama koje nisu javno objavljene, odnose se direktno ili indirektno na jednog ili više izdavalca finansijskih instrumenata ili na jedan ili više finansijskih instrumenata, a koje bi, da su javno objavljene, verovatno imale značajan uticaj na cenu tih finansijskih instrumenata ili na cenu izvedenih finansijskih instrumenata. Vidjeti: čl. 75 st. 1 Zakona o tržištu kapitala Srbije (Službeni glasnik RS, br. 31/2011)

23 Vidjeti: čl. 103 Zakona o hartijama od vrijednosti Crne Gore.

24 Čl. 1 st. 2 i 3 Direktive o zloupotrebi tržišta iz 2003. godine.



## 5. RAZGRANIČENJE OD SLIČNIH INSTITUTA

U pravnoj teoriji, ali i praksi, često dolazi do miješanja povlašćenih informacija sa nekim drugim pravnim institutima. Najčešće do izražaja dolazi razlika između pojma poslovne tajne i povlašćene informacije.<sup>25</sup> Sličnost navedenih instituta proizlazi iz zajedničke karakteristike da se poslovnom tajnom i povlašćenom informacijom smatraju samo informacije koje nijesu javno objavljene (nijesu poznate javnosti) i poznate su samo određenom broju lica. Razlikovanje postoji i u pravnoj teoriji i zakonodavstvu. Prema mišljenju Zabela, poslovna tajna predstavlja svaki podatak o položaju i djelatnosti preduzeća koji je poznat i koji, prema zakonu ili po volji nosioca u skladu sa zakonom, smije biti poznat određenom broju lica.<sup>26</sup> Poslovna tajna predstavlja jedan od vidova zaštite informacije, koja ima poseban uticaj na djelatnost privrednih subjekata. Postavlja se pitanje da li insajderske informacije predstavljaju sa aspekta prava poslovnu tajnu. I u uporednom pravu pravi se jasna razlika između navedenih instituta. Profesor Vasiljević jednostavno objašnjava da poslovna tajna predstavlja intelektualnu svojinu društva, tako da se elementi koje obuhvata određuju autonomnim aktima svakog konkretnog privrednog društva.<sup>27</sup> Razlike između navedenih instituta se moraju praviti jer se ne radi o sinonimima. Prvo, društvo ne određuje šta je povlašćena informacija, već to radi tržište, odnosno zakon imperativnim normama. Drugo, šteta od upotrebe povlašćene informacije ne mora biti nanesena samo društvu, već i drugoj ugovornoj strani, ali i cijelom tržištu vrijednosnih papira. Na kraju, poznavaoocu povlašćene informacije, trebalo bi „nametnuti“ obavezu čuvanja podataka o informacijama, kao poslovnu tajnu.<sup>28</sup>

## 6. OSNOVNE KARAKTERISTIKE POVLAŠĆENE INFORMACIJE

Nije svaka informacija o emitentu ili vrijednosnim papirima koje emituje istovremeno i povlašćena informacija. U slučaju da se usvoji takav stav, ne bi bilo moguće adekvatno funkcionisanje tržišta vrijednosnih papira. Naprotiv, svaka informacija mora da ima određene osobine da bi se mogla kvalifikovati kao povlašćena. Na prvi pogled izgleda jednostavno odrediti koje su to informacije. Laički i nepromišljen odgovor bio bi jednostavan: sve informacije koje poznavaoцима daju prednost u trgovini vrijednosnim papirima. Međutim, do nekih informacija se dolazi tako što određene kategorije lica detaljno analiziraju tržište,

25 Vidjeti: Graić-Stepanović, Sanja, *Zabrana zloupotrebe poverljivih informacija - Insider dealing*, Pravo i privreda, br. 5-8/2000, str. 497.

26 Zabel, Bojan, *Poslovna tajna*, Beograd, 1974, str. 20-24.

27 Vidjeti: M. Vasiljević, op. cit., str. 102.

28 O razgraničenju navedenih instituta i regulisanju u hrvatskom zakonodavstvu vidjeti detaljnije: Zlatović, Dragan, *Zaštita poslovne tajne i povjerljivih podataka u radnom odnosu prema novom hrvatskom pravu*, Kragujevac, Glasnik prava, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu, br. 1., 2012, str. 14-47.

na osnovu postojećih predviđaju nastupanje budućih događaja i činjenica, pa im te informacije daju prednost u odnosu na ostale učesnike na tržištu. Ipak, one se ne smatraju povlašćenim informacijama. Da bi jedna informacija bila povlašćena mora imati bar dvije osobine: ne smije biti javno objelodanjena, a njeno objelodanjivanje mora imati značajan uticaj na cijenu vrijednosnih papira.

Pitanje osobina povlašćene informacije detaljno je regulisano novom evropskom direktivom. Harmonizacija sa pravom EU, koja je i ugovorna obaveza Crne Gore, u ovoj oblasti nije u potpunosti ispoštovana. Zbog navedenog, prilikom analize pojma insajderske informacije, u daljem tekstu, biće analizirani osnovni elementi povlašćene informacije prema Direktivi o zloupotrebi tržišta. Takođe, i na nivou EU postoje pravni problemi u ovoj oblasti zbog nepostojanja sudske prakse i velikog broja pravnih standarda prilikom određenja pojedinih karakteristika povlašćene informacije. Zbog toga će u radu biti navođeni određeni primjeri iz uporedne sudske prakse, koji se putem analogije mogu koristiti za određenje elementa povlašćene informacije u spornim slučajevima. Da bi određena informacija imala karakter povlašćene informacije, prema članu 1 Direktive o zloupotrebi tržišta, ona mora imati sledeće karakteristike: 1) ne smije biti poznata javnosti; 2) mora biti dovoljno određena; 3) uticaj eventualne objelodanjenosti na cijenu vrijednosnih papira, tzv. cjenovna osjetljivost informacije i 4) povezanost na jednog ili više izdavalaca ili na jedan ili više vrijednosnih papira.<sup>29</sup>

### **6.1 Javna dostupnost informacije**

Javna dostupnost informacije predstavlja pravni standard koji u praksi često izaziva brojne dileme prilikom tumačenja. Nekoliko pravnih problema može se javiti prilikom njegovog tumačenja. Prvo, način javnog objavljivanja. Preciznije, da li i djelimično objelodanjivanje znači javnu dostupnost informacije. Na primjer, objavljivanje informacije putem sredstava informisanja u cijeloj zemlji ne stvara sumnju prilikom tumačenja, ali ako je u lokalnim novinama objavljena informacija, problem je drugačiji. U poznatom australijskom sporu *Kinwat Holdings Ltd. v. Platform Ltd.*, dato je tumačenje da je informacija javno dostupna jer je objavljena u dnevnim novinama.<sup>30</sup> U engleskom pravu upotrebljava se termin „informacija nije generalno dostupna“, za razliku od termina „informacija nije javno objavljena“ koji

29 Navedeni elementi povlašćene informacije su uzeti na osnovu definicije iz Direktive o zloupotrebi tržišta. U domaćim i uporednim tekstovima nalaze različite karakteristike ovog pojma. Prema mišljenju jednih autora, povlašćenu informaciju karakterišu dva osnovna elementa: materijalnost i javna neobjelodanjenost. Vidjeti: Berrmans, Bernhard, *Inside information and securities trading - A legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and European Union*, London, Graham & Trotman, 1991, str. 16-20. Profesor Jovanović navodi da povlašćena informacija ima tri osnovne karakteristike: Vidjeti: N. Jovanović, op. cit., str. 415.

30 Za kvalifikaciju insajderske informacije u australijskom pravu vidjeti više: Tomasic, Roman, Bottomley, Stephen, McQueen, Rob, *Corporation Law in Australia*, Sydney, The Federation Press, 2002, str. 630-640.

se koristi u većini evropskih zemalja. U Kodeksu ponašanja na tržištu (1.2.12.E) navodi se spisak nekoliko faktora koje treba uzeti u obzir prilikom donošenja odluke o tome da li je informacija generalno dostupna javnosti.<sup>31</sup>

Drugi pravni problem nalazi se u davanju odgovora na pitanje koliki je period od objavljivanja informacije do mogućnosti njenog korišćenja. Prije dozvole za korišćenje informacije, neophodno je da ona u određenoj mjeri bude javno dostupna. U suprotnom, sva lica koja koriste takvu informaciju dovode sebe u opasnost da budu optužena za insajdersku trgovinu. Postojanje određenog roka između objavljivanja informacije i njenog korišćenja prvi put je u sudskoj praksi potvrđeno presudom u čuvenom sporu *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (u daljem tekstu spor *SEC v. TGS*): „prije nego što insajderi smiju preduzimati trgovinu na osnovu materijalne informacije, takva informacija mora biti efikasno objelodanjena na način koji je dovoljan da obezbijedi njenu dostupnost investicionoj javnosti”.<sup>32</sup> Ipak, prilikom tumačenja ove presude, treba uzeti u obzir da je donesena prije 40 godina, dok još nije nastupila revolucija u informacionim tehnologijama. U odnosu na ovaj pravni problem postoji konsenzus u uporednom pravu. Ipak, korak dalje, i pitanje kada se informacija smatra javno dostupnom, opet pokazuje različitost u shvatanjima i uređenjima ovog problema. Većina zakona koristi pravni standard da informacija mora biti javno objelodanjena (*publicly available*) bez konkretnijeg pojašnjenja. Dodatni pravni problem je pitanje koji je to broj lica koja moraju da znaju informaciju da bi ona imala karakter javno objavljene informacije. Da li je to ukupna javnost ili bi saznanje samo određenog broja lica informaciji oduzelo svojstvo javne nedostupnosti? Interesantan odgovor na navedene nedoumice dala je Komisija za vrijednosne papire Novog Zelanda prilikom tumačenja jednog spornog slučaja sredinom devedesetih godina prošlog vijeka: „Da bi informacija imala mogućnost da utiče na cijenu vrijednosnog papira, čini se ispravnim, da ona mora biti generalno dostupna na tržištu. Ovo znači da termin javna dostupnost treba tumačiti u smislu makar njene dostupnosti učesnicima na tržištu na kojem se trguje tom hartijom od vrijednosti i prema potencijalnim učesnicima, odnosno licima koja bi vjerovatno preduzela aktivnost ako bi imali u posjed takvu informaciju”. Američka Komisija za vrijednosne papire je u brojnim slučajevima pokušavala da

31 U Velikoj Britaniji je nadležni regulator tržišta, Vlast za finansijske usluge (engl. *Financial Service Authority*), usvojio Kodeks ponašanja na tržištu (engl. *Code of Market Conduct*) čiji je sastavni dio Pravilnik o zloupotrebama na tržištu (engl. *Market Abuse Rulebook*) u kojem se preciznije obrađuju različiti oblici zloupotreba. U ovom dokumentu nalaze se preciznije smjernice o pojedinim elementima insajderske trgovine u odnosu na Zakon o finansijskim uslugama i tržištima iz 2000. godine. Na primjer, preciznije su određeni elementi koji konstituišu insajdersku informaciju u specifičnim situacijama, izuzeci od primjene insajderskog zakonodavstva, primjeri aktivnosti kojima se najčešće zloupotrebljavaju insajderske informacije i sl. Tako se informacija smatra javno dostupnom ako je objavljena od strane emitenta u skladu sa pravilima, kada se nalazi u dokumentima u koje najšira javnost ima pravo uvida, kao i kada se nalazi na internetu. Ovaj dokument je dostupan na internet adresi: <http://www.fsa.gov.uk>.

32 Vidjeti detaljnije: *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (1968), United States Court of Appeals Second Circuit, 401 F 2d 833 (2d. Cir).

precizno definiše ovaj pravni standard i sporna pitanja koja su iz njega proizašla. Tako je u pravnoj stvari *In the Matters of Investors Management Co., Inc* (S.E.C 633, 1971) dato tumačenje da se informacija smatra neobjelodanjenom kada nije raširena na način da može biti dostupna svim investitorima.<sup>33</sup> Moguće je i suprotno tumačenje koje daje sud. Ono se odnosilo na činjenicu da je informacija dostupna javnosti, ali nije pojedinim investitorima. Tada se, takođe, smatra da je javno objelodanjena.<sup>34</sup> U slučaju *Fyffes Plc. v. DCC* (IEHC 477, 2005), irski Vrhovni sud je dao tumačenje da javna dostupnost informacije znači da njena cijena u potpunosti treba da reflektuje činjenicu da se informacija nalazi na tržištu.<sup>35</sup>

Danas, postoje dva različita pristupa u određenju kada se jedna informacija smatra javno objavljenom. Prema prvom, informacija je javna kada je rasprostranjena i apsorbovana od strane investicione javnosti. Rasprostiranje znači objavljivanje u sredstvima informisanja, a apsorbovanje se može shvatiti kao razuman period dovoljan investitorima da na osnovu saznanja donesu odgovarajuću poslovnu odluku. Drugi pogled slijedi hipotezu o efikasnosti tržišta kapitala. Prema ovom shvatanju, informacije su javno dostupne kada su u potpunosti inkorporirane u cijenu vrijednosnih papira.<sup>36</sup> Smatramo da se javna dostupnost informacije mora mjeriti hipotezom da li anonimni ulagač na berzi ima pristup informaciji. Ne profesionalni ulagač, već obični ulagač čija jedina profesija nije trgovina vrijednosnim papirima. Samo na taj način će u potpunosti biti zaštićen integritet tržišta vrijednosnih papira kao vrhovni ideal legislative u ovoj oblasti. Prilikom analize navedenog standarda neki autori ističu da među profesionalnim ulagačima postoje razlike u raspoloživim sredstvima i vještinama u prikupljanju informacija. Jedan je primjer ilustrativan. U slučaju da njemačka farmaceutska kompanija, čije se akcije kotiraju na berzi u Londonu, objavi rezultate istraživanja u brazilskim finansijskim novinama, nije logično očekivati da će svi investitori imati pristup takvoj informaciji. Međutim, u slučaju objavljivanja u Engleskoj, logično je da će do te informacije doći ulagač koji intenzivno prati dešavanja na tržištu.<sup>37</sup> Posebno je važno ustanovljavanje javne dostupnosti informacije zbog djelatnosti finansijskih analitičara, koji imaju značajan uticaj na tržištu vrijednosnih papira. U uporednom

33 Vidjeti: Bergmans, B., op. cit., str. 20.

34 Tako, na primjer, obrazloženje suda u jednom sporu: „znanje u rukama značajnog broja investicionih analitičara se poistovjećuje sa javnom dostupnosti informacije“, prema: B. Bergmans, op. cit, str. 20.

35 Kompanija *Fyffes*, koja se bavi uvozom i distribucijom voća, nakon dugog sudskog postupka, uspjela je da dokaže da je oštećena insajderskom trgovinom. Naime, nakon žalbe irski Vrhovni sud je zaključio da je Viši sud pogrešno izveo zaključak da je izvještaj o trgovini vrijednosnim papirima informacija koja nije javno dostupna. Komentar navedene presude može se naći na internet adresi: <http://www.internationallawoffice.com>.

36 Informacija je javna kada aktivna investiciona zajednica postane svjesna njenog postojanja. Prema teoriji o efikasnosti tržišta, informacija koja je poznata investicionoj zajednici reflektovaće se u cijenu hartije prilikom njihove trgovine. Vidjeti: Fama, Eugene, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, 1970.

37 Siems, Mathias, *The EU Market Abuse Directive: A Case Based Analysis*, Law and Financial Markets Review, 2008, str. 39-48.

pravu prihvaćena je neminovnost da javna dostupnost informacije predstavlja pravni standard koji je neophodno utvrditi u svakom konkretnom slučaju, na osnovu činjenica koje se prezentiraju.<sup>38</sup> Na kraju, treba istaći da i ako je potrebno da postoji period između objavljivanja informacije do mogućnosti da se koristi u trgovini vrijednosnim papirima, ne može se precizno pravnim normama odrediti njegovo trajanje. Odgovor na ovo pitanje treba da pruži sudska praksa i regulatori tržišta.

## 6.2 Preciznost informacije

Racionalnost za unošenje uslova da insajderska informacija mora da bude precizna nalazi se u potrebi da se isključe iz opsega insajderske informacije špekulacije i glasine. Ipak, u praksi dolazi do miješanja ovih pojmova. Uprkos nerazumijevanju od strane pravnika, a često i ekonomista, mnogi smatraju da je njihovo postojanje osnov funkcionisanja berzanskog prava. Interesantan slučaj u odnosu na posjedovanje povlašćene informacije i objavljivanje određenih informacija može se naći u pravu Holandije. U slučaju *Flexovit* insajder je znao za plan o preuzimanju između kompanije *Flexovit* i druge kompanije. U isto vrijeme u štampi je objavljen članak na osnovu određenih glasina i cijena akcija je porasla za 18 centi. Nakon objavljivanja izvještaja, insajder je kupio akcije. Na kraju, bio je odgovoran za zloupotrebu povlašćenih informacija. U obrazloženju presude navedeno je da je specifična insajderska informacija koju je imao insajder moćnija od objavljenih glasina i može se razumno očekivati da će uticati na rast cijena akcija da je takođe objavljena.<sup>39</sup> Ne postoji precizna tačka razdvajanja kojom se za neke činjenice ili događaje može reći da su glasine, a da druge predstavljaju povlašćene informacije. Takođe, neke glasine imaju status povlašćene informacije. Na primjer, glasine o sprovođenju postupka preuzimanja koje mogu pretpostaviti zaposleni u kompanijama koje pregovaraju.<sup>40</sup>

38 Dostupnost informacije javnosti bilo je ključno pitanje u sporu *Kinwat Holdings Pty Ltd. v. Platform Pty Ltd.*, iz australijske sudske prakse iz 1982. godine. Naime, četiri člana uprave preuzimaoca su istovremeno bili i u upravi preduzeća koje je preuzimano. Prema mišljenju tužioca, zbog navedene povezanosti, sama činjenica postojanja preuzimanja, koja nije bila dostupna javnosti, značajno je uticala na cijene akcija preduzeća mete. Ipak, u toku postupka je utvrđeno da je ova informacija bila poznata javnosti, jer je objavljen članak u novinama na osnovu obavještenja koje je potencijalni preuzimalac uputio berzi.

39 Slična situacija se desila u slučaju *Eaux-Dumes* (Paris Court of Appeal, March 15, 1995) kada je direktor prodao akcije u ime svoje žene slijedeći razgovor za ručkom sa drugim direktorima kompanije gdje su objelodanjeni gubici. On je tvrdio da su izvještaji na osnovu kojih su se mogli utvrditi gubici već objavljeni. Ipak, bio je odgovoran za trgovinu na osnovu povlašćenih informacija jer je sud dao obrazloženje da je direktor izvršio prodaju ne na osnovu izvještaja, već na osnovu povjerljivih informacija. Vidjeti detaljnije: Stamp, Mark, *International insider dealing*, London, City and Financial Publishing, 2005, str. 319.

40 Blanaid, Clarke, *Inside Information and the European Market Abuse Directive*, u: Ali, Paul, Gregoriou, Greg (ed.), *Insider Trading - Global Developments and Analysis*, New York, CRC Press, 2008, str. 107.

Za razliku od prava SAD-a, gdje potencijalni tužilac treba da dokaže neobjavljenost i važnost (bitnost) informacije, u evropskom pravu je neophodno dokazati da je informacija precizna. U direktivi drugog nivoa primjene detaljnije se određuje pojam preciznosti povlašćene informacije.<sup>41</sup> Bliže tumačenje dao je i odbor evropskih regulatora vrijednosnih papira (engl. *Committee of European Securities Regulators*, u daljem tekstu CESR; danas ovaj organ ne postoji već njegovu funkciju vrši Evropski regulator tržišta i vrijednosnih papira – *European securities and market authority*). Prema tumačenju ovog tijela „informacija je dovoljno precizna ako dovodi do izvođenja zaključka da će imati uticaja na cijenu vrijednosnog papira“.<sup>42</sup> Ovaj pravni standard je inkorporiran u hrvatsko zakonodavstvo. Naime, čl. 455 st. 4 Zakona o tržištu kapitala definiše da je informacija precizne naravi ako *navodi na skup okolnosti koji postoji ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će postojati ili događaj koji je nastao ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će nastati te ako je dovoljno specifična da omogućiti donošenje zaključka o mogućem učinku tog skupa okolnosti ili događaja na cijene finansijskih instrumenata ili povezanih izvedenih finansijskih instrumenata*. I u pravu Srbije postoji slična formulacija<sup>43</sup>. Ipak, ovaj standard zahtijeva tumačenje u svakom konkretnom slučaju, tako da je potrebno da nadležni regulatori tržišta ili sudska praksa daju preciznije tumačenja navedene pravne norme. Pravo Crne Gore ne sadrži preciznije obrazloženje ovog elementa povlašćene informacije.

### **6.3 Informacija se odnosi na emitenta ili finansijske instrumente**

Informacijama koje se direktno odnose na emitenta mogu se smatrati informacije o promjenama kontrole, kao i o promjenama u upravnom ili nadzornom odboru, promjene revizora ili bilo koja informacija u vezi sa djelatnošću revizora, nova licenca, patent ili odluka o povećanju ili smanjenju kapitala.<sup>44</sup> Sa druge strane, bilo koja informacija koja se odnosi na položaj emitenta na tržištu može se smatrati kao informacija koja se indirektno odnosi na emitenta. CESR objašnjava da to može biti bilo koja informacija o događaju koji može imati uticaja na imovinu ili odgovornosti emitenta, njegov finansijski položaj i sl. Takođe, to su sve tržišne informacije u oblasti grane industrije u kojoj emitent posluje, smanjenje ili povećanje poreskih obaveza, političke, ekonomski ili ekološki događaji i sl.<sup>45</sup>

Zahtjev da se insajderska informacija odnosi na jednog ili više emitentata ili vrijednosnih papira mora se široko tumačiti, jer je u evropskom pravu usvojen

41 Vidjeti: čl. 1 st. 1 Commission Directive 2003/123/EC.

42 Vidjeti: CESRs Advice on Level 2 Impemented measures for the proposed Market Abuse Directive, 2002. Dokument je dostupan na internet adresi: [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

43 Vidjeti: čl. 75 st. 5 Zakona o tržištu kapitala Srbije.

44 Vidjeti: CESR 02-089, čl. 4.

45 Na primjer, ekonomski izvještaj koji može izazvati pad cijena hartija od vrijednosti na berzi ne smatra se povlašćenom informacijom. Ova dva tipa informacije mogu se tretirati odvojeno ili zajedno, ali je veoma teško podvući crtu između njih. Vidjeti: CESR Advice, čl. 31.

tržišni princip prilikom regulisanja insajderske trgovine. U savremenim uslovima poslovanja, tržište postaje osjetljivo na informacije koje dolaze iz različitih segmenata društva. Istina, u najvećem broju slučajeva informacije potiču od emitenta (smanjenje dividende, sudski proces koji je u toku, pad profita u određenom periodu, uspješno okončana istraživanja koja će završiti ulaganjem i očekivanim profitom i sl.). Informacija koja se odnosi na vrijednosne papire može biti informacija o odobrenju emisije novih vrijednosnih papira, prodaji vrijednosnih papira po diskontnoj cijeni za postojeće imaoce, o preuzimanju emisije i sl. Međutim, obilježje insajderske informacije mora imati i odluka Centralne banke o smanjenju deviznog kursa ili vladina odluka o smanjenju poreske stope na uvoz pojedinih proizvoda, odluka o pokretanju istrage tužilaštva protiv članova odbora direktora emitenta i sl. Zbog navedenog, sudovi u evropskim zemljama moraju pažljivo tumačiti ovaj zahtjev.

#### **6.4 Cjenovna osjetljivost hartije (značaj, bitnost)**

U odnosu na ovu karakteristiku povlašćene informacije u uporednom pravu, bez izuzetka, postoji saglasnost: da bi se jedna informacija smatrala insajderskom mora biti značajna. Ipak, ova karakteristika informacije je tokom istorije bila predmet brojnih suprotnih stavova i sudskih tumačenja. U SAD, kao zemlji sa najrazvijenijom sudskom praksom u ovoj oblasti, u utvrđivanju pojma značaja informacije razvila su se tri testa: 1) test razumnog investitora; 2) test vjerovatnoće uticaja na cijenu vrijednosnog papira i 3) test tržišnog uticaja na cijenu vrijednosnog papira. Prema testu razumnog investitora, određena informacija ima karakter značajne informacije ako bi razuman investitor uzeo u obzir prilikom donošenja odluke o investiranju. Drugi test se odnosi na događaje koji se često ne ostvare, ali koji u slučaju nastanka imaju značajan uticaj na cijenu vrijednosnog papira. Ovaj test je usvojen u slučaju *Wilson v. Great American* kada je sud obrazložio da informacija koja se odnosi na budući događaj može imati karakter značaja, ako postoji određen stepen vjerovatnoće da će se taj događaj desiti.<sup>46</sup> Mnogi sudovi u utvrđivanju karaktera značaja informacije kombinuju navedene testove. U pravnoj teoriji, posebno u SAD, prilikom objašnjenja značaja informacije često se citira odluka Vrhovnog suda u slučaju *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*: „da bi se obezbijedio zahtjev značaja informacije mora postojati određen stepen vjerovatnoće da će razuman akcionar smatrati njihovo postojanje opravdanim prilikom odlučivanja o korištenju glasačkog prava”.<sup>47</sup> Bez sumnje, u situacijama kada se ne može očigledno utvrditi ovaj elemenat, više faktora odlučuje o zauzimanju stava suda. Jedan od njih je reakcija tržišta kada informacija bude objavljena. Na primjer, u slučaju *United States v. Carpenter*, iako je objašnjenje suda bilo opširno, značaj informacije je shvaćen u smislu da bi njeno javno objavljivanje imalo bitan uticaj

46 Vidjeti: *Wilson v. Great American*, US District Court for the Northern District of New York, 746 F. Supp. 251 iz 1990. godine.

47 Vidjeti: *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, US Supreme Court, 426 U.S. 438 (1976).

na tržište.<sup>48</sup> Test značaja informacije sudsko vijeće u postupku *List v. Fashion Park, Inc.*, je objasnilo na sledeći način: „...osnovni test značaja informacije ...može se sprovesti analizom da li će razuman čovjek uzeti u obzir takvu informaciju prije izvršenja transakcije“.<sup>49</sup> Na kraju, treći test polazi od pretpostavke da bi objavljivanje informacije imalo znatan uticaj na cijenu vrijednosnih papira. Ovako objašnjenje nalazi se u većini zakona evropskih zemalja. Ipak, ovaj test, ne bi trebalo da bude jedini osnov za utvrđivanje značaja jedne informacije. Sudovi u SAD su dali objašnjenje da u slučajevima kada se povećanje cijena akcija uzima kao dokaz bitnosti neke informacije u slučajevima insajderske trgovine, postoji opasnost na oni budu pomiješani sa drugim faktorima koji utiču na cijenu vrijednosnog papira, kao što je na primjer objelodanjivanje drugih informacija koje utiču na povećanje cijene ili rast cijena vrijednosnih papira u cijeloj grani ili na tržištu. Tada je veoma teško na osnovu rasta cijena sa sigurnošću utvrditi da je baš ta informacija značajna. U nekim evropskim zemljama jasno je iznijet stav o nemogućnosti preciznog određenja ovog pravnog standarda. Tako na primjer, u Vodiču londonske berze navodi se da „pokušaj preciznog definisanja cjenovne osjetljivosti hartije nijesu mogući, pošto generalno nije moguće uzeti u obzir veliki broj faktora u posebnom slučaju...“.<sup>50</sup> Na kraju, pravni standard cjenovne osjetljivosti informacije u evropskom pravu, u skladu sa načinom uređenja instituta, bliže je razrađen direktivom drugog nivoa. Prema članu 1 stav. 2 smatra se da je informacija cjenovno osjetljiva kada bi je prilikom javnog objelodanjivanja razuman investitor koristio kao jedan od elemenata na osnovu kojih bi donio poslovnu odluku.<sup>51</sup> Dakle, ne traži se da ta informacija bude odlučujući faktor za donošenje odluke o investiranju, već da je razuman investitor, zajedno sa svim ostalim elementima, uzme u obzir. U hrvatskom i srpskom pravu prihvaćen je stav da se test bitnosti određuje prema značaju koji joj daje razumni ulagač.<sup>52</sup> Pravo Crne Gore nema odgovor ni na ovo pravno pitanje.

## **7. POJAM POVLAŠĆENE INFORMACIJE U PRAKSI EVROPSKOG SUDA PRAVDE**

Evropski sud pravde (u daljem tekstu: EJC) je u posljednjim godinama stvorio odgovarajuću praksu u odnosu na institut insajderske trgovine, koja je unaprijedila napore u okvirima EU za smanjenje učestalosti zloupotrebe povlašćenih informacija. U određenom broju slučajeva predmet rasprava i analiza u presudama

48 Vidjeti: *Carpenter v. United States*, US Supreme Court, 484 U.S. 19 (1987).

49 Vidjeti: *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457.

50 London Stock Exchange, Guidance on the dissemination of price sensitive informations, London, 1996. godine. Dokument je dostupan na internet adresi: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/GU-0796.pdf>.

51 Vidjeti detaljnije: čl. 1 st. 2 Commission Directive 2003/123/EC.

52 Smatra se da takva vjerojatnost značajnog utjecaja postoji ako bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir takvu informaciju kao dio osnove za donošenje svojih investicijskih odluka. Vidjeti: čl. 455. st. 1 Zakona o tržištu kapitala.



EJC bilo je i pitanje elemenata povlašćene informacije i njene kvalifikacije. Odnos prema pojmu povlašćene informacije, i cijelom institutu insajderske trgovine, u pravnoj teoriji posebno je intenziviran nakon presude u poznatom sporu *Spector Photo Group* iz 2009. godine (C – 45/08 od 23.12.2009. godine; u daljem tekstu slučaj *Spector*).<sup>53</sup> Ipak, pitanjem elemenata povlašćene informacije ECJ se bavio i prije presude u ovom slučaju. Pregledom prakse EJC mogu se naći slučajevi u kojima je predmet tumačenja suda bilo određenje javne dostupnosti, bitnosti (slučaj *Spector*) i preciznosti informacije (slučaj *Markus Geltl v Daimler AG*), kao osnova za njenu kvalifikaciju. Tako na primjer, pitanje preciznosti informacije EJC je analizirao u sporu *Grøngaard and Bang* (Case C-384/02 od 22.11.2005. godine).<sup>54</sup> U ovom slučaju gospodin *Groongaard* je obavljao funkciju predstavnika radnika u odboru direktora kompanije *RealDenmark* (u daljem tekstu *RD*). Takođe, obavljao je funkciju sekretara sindikata zaposlenih u finansijskom sektoru i člana koordinacionog odbora između sindikata i kompanije *RD*. Odbor direktora *RD-a* je donio odluku o spajanju sa drugom kompanijom. Prisustvujući sastanku u svojstvu člana odbora direktora o toj činjenici gospodin *Grøngaard* je obavijestio generalnog sekretara sindikata gospodina *Banga* sa ciljem da dobije pomoć od osoblja sindikata da se izbore sa eventualnim poslasticama koje bi mogle da pretrpe radnici nakon sprovođenja poslovne operacije. Tok informacija se nije završio na ovom nivou, jer je *Bang* obavijestio svog kolegu iz sekretarijata sindikata (gospodina *Christensena*). U cijeloj priči g-din *Christensen* nije vidio priliku da zaštiti prava radnika u predstojećem postupku, već mogućnost da ostvari profit. Naime, on je nakon dobijene informacije kupio akcije *RD-a*. Nakon objelodanjivanja informacije o sprovođenju spajanja cijena akcija je naglo porasla (za više od 65%) što je omogućilo ostvarenje profita nakon prodaje akcija (ni iznos profita nije simboličan, radilo se o 180.000 eura). Na prvi pogled, činilo se jednostavnim dati odgovor na pitanje ko je u ovom slučaju izvršio zloupotrebu povlašćene informacije. Bez dileme, sumnja na prvom mjestu pada prema *Christensenu*, jer se kod njega vidi namjera da se ostvari profit. Ipak, već na početku javili su se određeni pravni problemi. Jedan od pravnih problema odnosio se na pojam povlašćene informacije. Preciznije, na tumačenje preciznosti kao njenog konstitutivnog elementa. Naime, u sporu se pojavilo pitanje da li se pregovori o namjeri da se izvrši preuzimanje mogu smatrati insajderskom informacijom (ko može da tvrdi da će pregovori biti pozitivno okončani)? Prema mišljenju suda, da bi se informacija smatrala dovoljno preciznom dovoljno je da se može razumno očekivati da će se ostvariti (engl. *come into existence*) pod uslovom da će izazvati uticaj na cijenu vrijednosnog papira (Directive 2003/124/EC čl.1 st.1). Ako se informacija odnosi na proces koji sa odvija u fazama, informacija o svakoj pojedinoj fazi procesa, kao i o cijelom procesu može biti precizna informacija (CESR 06-562, par. 1-6). Dakle, informacija o pregovorima, na osnovu tumačenja EJC u ovom slučaju, se smatra

53 Vidjeti: Lars, Klöhn, *The European Trading Regulation after EJC's Spector Photo Group – Decision*, *European Company and Financial Law Review*, 2/2010.

54 Vidjeti detaljnije o ovom sporu: Siems, Mathias. op. cit., str. 39-48.

povlašćenom informacijom. Pitanje preciznosti informacije ECJ je ocjenjivao i precizno obrazložio i u slučaju Markus Geltl v Daimler AG (Case C – 19/11, od 28.06.2012. godine). U ovom slučaju nadzorni odbor kompanije Daimler AG je 28.07.2012. godine objavio informaciju da će predsjednik odbora direktora napustiti funkcije prije isteka mandata. Akcije kompanije su porasle, nakon objavljivanja navedenog podatka. U postupku pred njemačkim Saveznim sudom pravde bivši akcionari su tražili nadoknadu štete zbog gubitka koji su pretrpjeli prodajom akcija, usljed nepoznavanja informacije o ranijem napuštanju funkcije predsjednika odbora direktora. Prethodno pitanje je upućeno EJC, da utvrdi da li se preciznost informacije mogla utvrditi (postojati) prije 28. jula. Sud je svoje odgovore, u kojima je tumačen pojam preciznosti informacije u smislu čl. 1 (1) Direktive 2003/6 i čl. 1 (1) Direktive 2003/124 obrazložio u dva paragrafa. Prvo je objasnio pojam preciznosti informacije u slučajevima dužeg procesa. Prema stavu ECJ, u slučaju dužeg procesa koji treba da dovede do nastanka određene okolnosti ili da generiše određeni događaj, ne samo da se buduća okolnost ili budući događaj može smatrati preciznim informacijama, već i posredni koraci tog procesa koji su povezani sa nastankom buduće okolnosti ili događaja (par. 40). U drugom odgovoru EJC je tumačio pojam preciznosti u odnosu na buduće događaje. Sud je zaključio da se čl. 1 (1) Direktive 2003/124 odnosi na buduće okolnosti ili događaje iz kojih se pojavljuje, na osnovu ukupne procjene faktora koji postoje u datom trenutku, da postoji realna šansa da će doći da njihovog nastanka. Međutim, prema mišljenju Suda, taj pojam ne bi trebalo tumačiti u smislu da moraju biti uzeti u obzir magnituda efekta tog skupa okolnosti ili događaja na cijene finansijskih instrumenata u pitanju (par. 60). Dakle, pojam preciznosti informacije u praksi ECJ je široko tumačen sa osnovnim ciljem da se omogući zaštita integriteta tržišta i jednakost u pristupu informacijama.

Pitanje bitnosti (cjenovne osjetljivosti) i javnosti informacije u praksi ECJ analizirano je u slučaju *Spector*. I u slučaju *Spector* ECJ je rješavao prethodno pitanje (engl. *preliminary ruling*).<sup>55</sup> U ovom slučaju je zatraženo od EJC da odgovori na šest pitanja od kojih se dva odnose na pojam povlašćene informacije. Prvo, koliki je iznos u promjeni cijene da bi se neka informacija mogla smatrati značajnom (engl. *significant*)? Drugo, koji period treba uzeti u obzir nakon

55 Slučaj se odnosi na belgijsko akcionarsko društvo, koje je o okviru svog poslovanja dalo mogućnost zaposlenim opcijski program za kupovinu akcija (engl. *stock option programme*). U cilju ostvarivanja programa *Spector* je planirao da za tu svrhu upotrijebi sopstvene akcije, ali i da kupi još akcija na berzi ukoliko bude potrebno. Između 28.05 i 30.08.2003. godine *Spector* je kupio 27.773 akcija. Zatim je 11. i 13.08.2003. godine *Chris Van Raemdonck* dao dva naloga na osnovu kojeg je *Spector* stekao 19.773 akcije po prosječnoj cijeni od 9.97 evra, dok je cijena opcije prilikom izdavanja bila 10,45 evra. Nakon objavljivanja rezultata o politici vođenja kompanije, cijena akcija je porasla, pa je 31.12.2012. godine iznosila 12,50 evra. Na osnovu navedenog, stekao se utisak da je kupovina akcija izvršena na brzinu (prije očekivanog skoka akcija), kako bi *Spector* izbjegao gubitak u budućnosti zbog obaveze kupovine sopstvenih akcija. Epilog je bio sljedeći – Komisija za bankarstvo, finansije i osiguranje Belgije, je nalog kvalifikovala kao insajderski i kaznila *Spector* novčanom kaznom od 80 000 evra, a *Van Raemdonck* sa 20 000 evra.

objavljivanja informacije za određenje uticaja na promjenu cijene? U davanju odgovora na navedena pitanja, Sud ih je objedinio i pozvao se na cilj Direktive o zloupotrebi tržišta – zaštitu integriteta tržišta. U obrazloženju presude Sud navodi da u skladu sa ciljem Direktive 2003/6, da kapacitet informacije da ima značajan uticaj na cijene finansijskog instrumenta mora da budu procijenjeni apriori, u svijetlu sadržaja informacija u pitanju i u kontekstu u kojem se pojavljuje. Stoga nije neophodno, kako bi se utvrdilo da li je informacija insajderska, da se ispita da li je njeno obelodanjivanje zapravo imalo značajan uticaj na cijenu finansijskih instrumenata na koje se odnosi (par. 69). Odgovor na drugo pitanje je ostavljen nacionalnim zakonima (par. 73). Zbog složenosti instituta insajderske trgovine i sudskog postupka utvrđivanja odgovornosti insajdera, potrebno je istaći činjenicu da utvrđivanje upotrebe povlašćene informacije na znači i automatsku odgovornost insajdera. Naime, i u uporednoj sudskoj praksi postoje primjeri oslobađanja od odgovornosti insajdera i u slučajevima utvrđivanja postojanja i upotrebe povlašćene informacije. U tom smislu je interesantan slučaj *Georgakis* iz prakse EJC.<sup>56</sup>

Na osnovu navedenog može se izvesti zaključak da u praksi ECJ nije zauzet restriktivan stav u odnosu na pojam povlašćene informacije. Preciznije, kvalifikacija elemenata povlašćene informacije nije predstavljala smetnju za utvrđivanje odgovornosti u slučajevima zloupotrebe povlašćenih informacija. U obrazloženjima svojih presuda u kojima je analiziran pojam povlašćene informacije, ECJ se po pravilu pozivao na osnovni cilj Direktive o tržišnim zloupotrebama – zaštitu integriteta tržišta i obezbjeđivanje ravnopravnosti učesnika na tržištu. U tom kontekstu je i analizirana kvalifikacija povlašćene informacije. Takođe, treba istaći i činjenicu da je ECJ određivao pojam povlašćene informacije zajedno sa ostalim elementima bića djela insajderske trgovine.

---

56 Slučaj *Georgakis* (C-391/04 od 10.05.2007. godine) iz prakse EJC je interesantan zbog činjenice da je uprkos utvrđenju postojanja i upotrebe povlašćene informacije, došlo do oslobađanja od odgovornosti za insajdersku trgovinu. *Georgakis* i članovi njegove porodice bili su većinski akcionari kompanije *Parnassos* i njene filijale *Syrios AVEE*, dok su *Parnassos* i *Syrios AVEE* bili većinski akcionari kompanije *ATEMKE*. Većina članova porodice bili su istovremeno i članovi uprave u obje kompanije. Na osnovu preporuke finansijskih savjetnika vršili su više pravnih poslova kako bi povećali cijenu akcija kompanije *Parnassos*, tako što su između sebe kupovali i prodavali akcije. Sud je utvrdio da većinski akcionari i članovi uprave posjeduju insajdersku informaciju koju nijesu iskoristili ukoliko trguju među sobom u cilju vještačkog podizanja cijene. Povlašćena informacija se odnosila na odluku da trguju akcijama kompanije, čija je svrha bila poznata samo tim licima. U ovom slučaju je utvrđeno da ne postoji zloupotreba povlašćenih informacija, jer su sve ugovorne strane bile u njenom posjedu. Detaljnije o ovom sporu: Lepetić, Jelena, O pojmu insider-a u pravu Evropske unije, *Pravo i privreda*, br. 4-6/2011, str. 673-687.

## **8. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA O POJMU POVLAŠĆENE INFORMACIJE**

Uporednopravna istraživanja istorijskog razvoja, pravnih izvora i sudske prakse zemalja sa najrazvijenijim tržištima vrijednosnih papira pokazuju da ne postoji jedinstvena formula za konačno rješenje problema insajderske trgovine. Razlozi za pravno regulisanje i sankcionisanje ovog instituta u uporednom pravu bili su različiti. U nekim zemljama razlog je bila stvarna volja za sprečavanje insajderske trgovine, u drugim sticanje političkih poena, dok su se pojedine zemlje dugo godina oštro suprotstavljale bilo kakvom zakonskom regulisanju ovog pravnog instituta. Usaglašavanje sa evropskim pravom i međunarodnim standardima za zemlje u regionu je je nužnost i obaveza, ali usaglašavanje prava bez njegove primjene u praksi nema nikakvu svrhu. U pokušajima stvaranja efikasnog sistema sprečavanja insajderske trgovine mora se voditi računa i o dostignutom stepenu razvoja sopstvenog pravnog sistema, objektivnim kapacitetima za sprovođenje određenih preporuka, koje su sadržane u evropskim direktivama, stvarnim mogućnostima za primjenu određenih pravnih instituta kojima se sprečava učestalost insajderske trgovine i sl. Najbolja potvrda za navedeni stav je i pitanje pravnog regulisanja pojma povlašćenih informacija. Na nivou Evropske unije, u zemljama koje su usaglasile pravo sa direktivama EU i u zemljama koje nemaju potpunu pravnu regulativu u ovoj oblasti postoji zajednički problem koji zahtijeva rješenje – kako smanjiti učestalost zloupotreba povlašćenih informacija u praksi? Prvi korak na tom putu predstavlja kvalitetna pravna regulativa. Neprecizno i nepotpuno definisanje elemenata djela insajderske trgovine stvara pravnu nesigurnost i daje mogućnost oslobađanja odgovornih lica bez obzira na očigledne zloupotrebe, pa pravni sistemi često predstavljaju najbolju zaštitu insajderima. Ovo pravno pitanje posebno je važno za Crnu Goru, jer crnogorsko pravo, za razliku od većine zemalja u regionu, ne sadrži precizno određenje pojma povlašćene informacije.

Pristupi prilikom regulisanja pojma povlašćene informacije u uporednom pravu su različiti. U nekim pravnim sistemima (američki model) zakonodavstva ne definišu povlašćenu informaciju, niti određuju njene elemente, već se ostavlja prostor da sudska praksa odredi osnovne elemente ovog instituta. U drugim pravnim sistemima (evropski model) precizno se reguliše povlašćena informacija i elementi koji je čine. Efikasnost primjene govori u korist prvog pristupa. Praksa funkcionisanja tržišta vrijednosnih papira pokazuje da značajan broj pitanja u oblasti instituta insajderske trgovine ostaje van domašaja zakonodavca. Navedena činjenica posebno dolazi do izražaja u odnosu na definisanje povlašćene informacije. Cilj ovog rada bio je da ukaže da postoji prostor da sudska praksa, i u zemljama u kojima nije formalni izvor prava, ponudi određena rješenja i tako smanji učestalost zloupotreba povlašćenih informacija. Na kraju, treba imati na umu vremenski aspekt usvajanja zakonodavstva u ovoj oblasti, kao i činjenicu nedovoljnog iskustva i tradicije u poslovanju sa vrijednosnim papirima u zemljama u regionu i izraziti razumijevanje i nadu da će se vremenom ujednačiti kriterijumi za utvrđivanje povlašćene informacije, što će bez sumnje, kao posljedicu imati i povećanje efikasnosti u sankcionisanju insajdera.

## Summary

### CONCEPT OF INSIDER INFORMATION IN LEGAL THEORY AND PRACTICE

The institute of insider trading has represented a serious problem for the legislator, jurisprudence, and science during the course of history. This institute hasn't been legally regulated for years. Positive legal regulation also meant the beginning of theoretical disputes which followed legislative changes and numerous dilemmas, especially in European countries. The above mentioned concerned the efficiency of implementation in practice, too. Legal problems in this field are numerous, and very often legal science, legislation and jurisprudence give opposite solutions for certain issues.

One of the most controversial legal issues in the theory and practice is defining the term of insider information. Regardless the efforts of the European countries to precisely define this element of the institute of insider trading, the concrete results are still missing. The reason for this, according to the author's opinion, is in the inability of the legal norm to anticipate all situations which give the epithet of insider to one piece of information. The author emphasizes that comparative practice in the field of the institute of insider trading stays out of reach of the legislator. The above mentioned fact is especially expressive in relation to defining insider information. The objective of this work is to point out that there is a space where the jurisprudence offers certain solutions in the countries where it is not the formal source of law, and to reduce the frequency of misusing insider information in practice in that way.

*Key words: insider trading, insider information, public, price sensitive information.*

## Zusammenfassung

### BEGRIFF DER INSIDERINFORMATION IN DER RECHTSTHEORIE UND –PRAXIS

Das Institut des Insiderhandels stellte in der Geschichte ein ernsthaftes Problem für den Gesetzgeber, die Rechtsprechung und die Wissenschaft dar. Positivrechtliche Regulierung hat den Beginn von theoretischen Diskussionen über Gesetzesänderungen und zahlreiche Dilemmas, insbesondere in den europäischen Ländern, gekennzeichnet. Eine der meist kontroversen rechtlichen Fragen in der Theorie und Praxis ist die Definierung des Begriffs der Insiderinformation. Trotz der Anstrengung von europäischen Ländern, dieses Element des Instituts vom Insiderhandel präzise zu definieren, gibt es noch keine konkrete Ergebnisse.

Der Meinung des Autors nach ist der Grund dafür die Unmöglichkeit, mit der Rechtsnorm alle Situationen, welche einer Information das Attribut „Insider“ geben, vorausszusehen. In der Arbeit wird betont, dass die Vergleichspraxis der Funktionierung vom Arbeitsmarkt darauf hinweist, dass zahlreiche Fragen über die Befugnis des Instituts vom Insiderhandel außerhalb des Bereichs des Gesetzgebers sind. Das Ziel dieser Arbeit ist es, darauf hinzuweisen, dass die Rechtsprechung auch in den Ländern in welchen sie keine formelle Rechtsquelle ist, entsprechende Lösungen anbietet, und auf diese Weise die Häufigkeit der Misshandlung von Insiderinformationen in der Praxis reduziert.

**Schlüsselwörter:** *Insiderhandel, Insiderinformationen, Öffentlichkeit und preiseempfindliche Information.*

### Riassunto

## IL CONCETTO DI INFORMAZIONE PRIVILEGIATA NELLA TEORIA DEL DIRITTO E NELLA PRATICA

L'istituto dell'*insider trading* nell'arco del tempo ha rappresentato un serio problema per il legislatore, per la giurisprudenza e per la dottrina. La disciplina giuspositivistica ha segnato l'inizio di dibattiti teorici, che andavano di pari passi con le modifiche normative e le numerose antinomie, e ciò in ispecie nei paesi europei. Una delle questioni giuridiche maggiormente controverse come nella teoria, così anche nella pratica è la definizione del concetto di informazione privilegiata. Nonostante lo sforzo dei paesi europei di definire con precisione tale elemento dell'istituto dell'*insider trading*, fino ad ora non si sono raggiunti dei risultati concreti. La ragione si trova, secondo il parere dell'autore, nell'impossibilità di prevedere con norma giuridica tutte le situazioni che ad un'informazione conferiscono l'appellativo di informazione privilegiata. Nel contributo l'autore osserva che la giurisprudenza comparata in materia di funzionamento del mercato dei titoli di credito mostra come un rilevante numero di questioni collegate all'*insider trading* rimanga estraneo agli sforzi legislativi. Lo scopo del presente lavoro è di porre in rilievo che esistono margini affinché la giurisprudenza, anche nei paesi in cui la fattispecie non sia disciplinata da fonti normative, offra determinate soluzioni, contribuendo così a diminuire la reiterazione dell'abuso di informazioni privilegiate nella pratica.

**Parole chiave:** *insider trading, informazioni privilegiate, pubblicità e sensibilità economica dell'informazione.*