

Izv. prof. dr. sc. Tomislav Jakšić*

POJAM POVLAŠTENE INFORMACIJE

UDK: 339.172

DOI: 10.31141/zrpf.2023.60.147.65

Izvorni znanstveni rad

Primljeno: 6. 2. 2023.

Može se općenito reći kako je povlaštena informacija ona koja njegovu poznavatelju daje prednost pred ostalim sudionicima tržišta kapitala pri donošenju odluke o ulaganju (npr. informacija o učinjenoj ponudi za preuzimanje dionica izdavatelja). Takva se prednost redovito reflektira u imovinskoj koristi koju korisnik informacije postiže na tržištu prodajom ili kupnjom financijskih instrumenta izdavatelja. Ne treba zaboraviti kako asimetrija informacija na tržištu kapitala uvijek postoji jer barem upućene osobe (npr. uprava izdavatelja) raspoložu cjenovno osjetljivim informacijama. Međutim, radi zaštite transparentnosti i jačanja povjerenja u trgovanje na uređenom tržištu kapitala zabranjena je svaka zlouporaba takvih informacija. Tržište kapitala u Hrvatskoj tu nije iznimka. Ako je takvih slučajeva i bilo u praksi, za očekivati je da su vrlo rijetki. To ne znači kako do takvih zlouporaba redovito ne dolazi. To se vjerojatno može pripisati nedovoljno razvijenoj ulagačkoj kulturi, a tek posljedično nedovoljnom poznavanju propisa i općeg ulagačkog iskustva. Shodno tomu, svrha ovog rada je početi od početka pojmovnom obradom pojma „povlaštene informacije“ čime će, nadajmo se, potaknuti sudionike tržišta kapitala na opreznije postupanje s takvim informacijama.

Ključne riječi: *povlaštena informacija, uređeno tržište, trgovanje, zlouporaba tržišta kapitala*

1. UVOD

Pokazalo se kako poznavanje određenih informacija ulagatelju može dati znatnu prednost prigodom trgovanja financijskim instrumentima na tržištu kapitala. Treba naglasiti kako poznavanje takvih informacija samo po sebi nije problem niti je zabranjeno jer tijekom poslovanja mnogobrojne osobe unutar određenog izdavatelja redovito dolaze u svakodnevni doticaj s informacijama koje bi se mogle kvalificirati kao povlaštene.

Najjednostavniji je primjer takve informacija ona o tajnim pregovorima s potencijalnim kupcem o prodaji izdavatelja, konkretno informacija o kupoprodaji većinskog paketa dionica (engl. *share deal*) ili poduzeća izdavatelja (engl. *asset deal*). Poznavanje takve informacije daje prednost na tržištu kapitala jer njezinu korisniku omogućuje procjenu budućeg kretanja cijene dionica prije ostalih sudionika. Ako je njegova procjena da će vrijednost dionica nakon objave informacije o tim

* Izv. prof. dr. sc. Tomislav Jakšić, Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu. E-mail: tomislav.jaksic@pravo.hr.

pregovorima, zaključenju pregovora ili sklapanju ugovora o kupoprodaji rasti, težiti će se kupnji dionica po trenutačno nižoj cijeni kako bi se one nakon objave prodale po višoj cijeni. Ako je procjena da će vrijednost dionica pasti, onda će se težiti prodaji dionica po trenutačno povoljnijoj većoj cijeni od niže cijene koja će se formirati nakon objave takve informacije.

Stoga ne čudi što je zakonodavac tijekom vremena uspostavio pravila koja zabranjuju svako korištenje povlaštenih informacija koje može dovesti do zlouporabe tržišta. Prema Uredbi (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (dalje u tekstu: Uredba o zlouporabi tržišta) pod zlouporabom tržišta se općenito podrazumijevaju nezakoniti postupci na financijskim tržištima, što ponajprije predstavlja trgovanje na temelju povlaštenih informacija, nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija i druga manipuliranja tržištem. Pravilima o zabrani zlouporabe tržišta štiti se transparentnost tržišta, jednak položaj svih sudionika na tržištu i jačanje povjerenja sudionika u tržište. Sve to pridonosi urednom funkcioniranju tržišta što je temeljni postulat svakog razvijenog tržišta kapitala.¹

U praksi se problematičnim pokazuje to što utjecaj na tržišnu cijenu određenog financijskog instrumenta ne mora biti posljedica zlouporabe povlaštenih informacija. Do rasta ili pada cijene može doći djelovanjem cijelog niza drugih čimbenika koji nemaju veze s okolnostima koje su predmet povlaštene informacije, npr. najava promjena propisa kojima se povećavaju troškovi poslovanja u određenoj industriji, javna najava novog poreza ili trošarina koji posebno terete izdavatelja, opći rast gospodarske aktivnosti u industriji u kojoj djeluje izdavatelj, kao što je turizam, brodogradnja ili energetika, ili javna objava loših poslovnih rezultata izdavatelja u prethodnoj poslovnoj godini.² Stoga je za utvrđenje zlouporabe tržišta ponajprije odlučno definirati što predstavlja povlaštenu informaciju, a tek potom utvrditi udovoljavaju li konkretne okolnosti slučaja tom određenju. Osim kaznenom, utvrđenje postojanja takve zlouporabe može rezultirati i građanskom (odštetnom) odgovornošću prema oštećenim sudionicima tržišta, izdavatelju i njegovim dioničarima.

Prema čl. 515. Zakona o tržištu kapitala zabranjeno je trgovanje na temelju povlaštene informacije.³ Za razliku od prethodne iteracije istoimenog zakona, aktualni Zakon o tržištu kapitala ne određuje izričito što se smatra povlaštenom informacijom, već u tom pogledu izravno upućuje na odredbe Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi

¹ U tom smjeru vidi t. 7. preambule Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ, SL L 173, 12.6.2014., str. 1 – 61.

² U tom smjeru vidi Clarke, S., *Insider Dealing, Law and Practice*, 2nd Ed., New York, 2020, Rbr. 6.04.

³ Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine br. 65/2018, 17/2020, 83/2021, 151/2022.

tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (dalje u tekstu: Uredba o zlouporabi tržišta).⁴ Prema čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlouporabi tržišta povlaštene informacije su informacije precizne naravi koje nisu objavljene i koje se izravno ili neizravno odnose na jednog ili više izdavatelja ili na jedan ili više financijskih instrumenata te koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata.

Prema tome, kako bi se neka informacija kvalificirala kao povlaštena, potrebno je (1) da informacija bude precizne naravi, (2) da nije javno dostupna (objavljena), (3) da se odnosi (izravno ili neizravno) na jednog odnosno više izdavatelja ili na jedan odnosno više financijskih instrumenata i (4) da objava takve informacije vjerojatno može imati značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata. Pritom je važno naglasiti kako se postojanje navedenih uvjeta procjenjuje objektivno, a ne subjektivno, naravno, uzimajući u obzir konkretne okolnosti slučaja. Osim toga, takva se procjena provodi prema trenutku kada je došlo do radnje koja predstavlja zlouporabu tržišta (npr. kada je dan nalog za kupnju ili prodaju dionica na temelju povlaštene informacije).

Odredba čl. 7. st. 1. Uredbe o zlouporabi tržišta dodatno određuje i dvije posebne definicije povlaštene informacije koje se odnose na izvedenice (derivate) na robu (t. b) i emisijske jedinice (certifikate) (t. c). S obzirom na posebnosti koje se vežu uz takve vrste financijskih instrumenata, pojmovi povlaštenih informacija koji su sadržani u t. (b) i (c) prilagođeni su tim posebnostima zbog čega su te definicije uže od općega pojma povlaštene informacije iz t. (a).⁵ Konačno, u t. (d) predmetne odredbe uredbe pojmom povlaštene informacije, radi sigurnosti, obuhvaćene su i situacije *front runninga*.⁶ Ovaj će se rad usmjeriti samo na opću definiciju povlaštene informacije iz čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlouporabi tržišta s kojom ostale dvije definicije dijele mnogobrojne sličnosti.

U radu se po pojedinim poglavljima obrađuju navedeni uvjeti, a sve kako bi se na kraju mogao steći dojam o tome što je povlaštena informacija, što može predstavljati zlouporabu tih informacija i tako dovesti do potencijalne odgovornosti onoga tko ju je zloupotrijebio. Međutim, u početnom poglavlju se ukratko, za potrebe ovog rada, analizira i određuje pojam informacije.

⁴ Tako vidi čl. 455. st. 1. Zakona o tržištu kapitala, Narodne novine br. 88/2008, 146/2008, 74/2009, 54/2013, 159/2013, 18/2015, 110/2015, 123/2016, 131/2017, 65/2018.

⁵ Više o tome vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: Park, T., *Kapitalmarkt-strafrecht*, Handkommentar, 5. Auflage, Baden-Baden, 2020., MAR Art. 7 Insiderinformationen, Rbr. 76.

⁶ Kod *front runninga* riječ je o informacijama klijenata (ulagatelja) kojima raspolažu osobe koje su zadužene za izvršavanje naloga klijenata (npr. broker). Osobe zadužene za izvršavanje naloga određenog klijenata imaju povlaštenu informaciju o namjeri klijenta prije svih ostalih sudionika na tržištu. Takva informacija može imati značajan utjecaj na cijenu određenog financijskog instrumenta kada je riječ primjerice o kupnji ili prodaji velikog broja dionica određenog izdavatelja jer prodaja većinskog udjela u izdavatelju može predstavljati signal tržištu da nešto nije u redu u društvu, a u svakom slučaju može utjecati i na cijenu tih dionica time što ponuda određenih dionica postaje veća od potražnje. Broker može iskoristiti takvu informaciju kako bi kupio ili prodao predmetne dionice te tako zaradio na razlici u cijeni koja će se formirati nakon što provede nalog svojeg klijenta.

2. OPĆA SVOJSTVA INFORMACIJE

Svrha ovog poglavlja je samo uvodno uputiti, radi daljnje analize i razlikovanja pojma povlaštene informacije, na neka opće prihvaćena svojstva informacije. Informacija se smatra izjavom o sadržaju njezina predmeta.⁷ Ona u pravnom smislu redovito ima sljedeća svojstva:

- informacija se odnosi na činjenice i okolnosti;
- informacije su izjave o istinitim činjenicama i okolnostima;
- istinitost sadržaja informacije može se ispitati;
- informacije se lako prenose;
- informacije su po svojoj naravi objektivne jer se odnose na činjenice i okolnosti koje se mogu ispitati, a ne subjektivne kao što su procjene i prognoze.⁸

Namjera ovog poglavlja nije otvoriti raspravu o tome što u pravnom smislu predstavlja informacija. To je nešto što samo po sebi dogmatski zaslužuje posebno istraživanje jer ne postoji ujednačeno određenje informacije koje se jednako rabi u svim pravnim područjima. Zbog toga se može govoriti samo o nekim zajedničkim svojstvima koja se najčešće vežu uz informacije u pravnom smislu. Tomu svakako u prilog govori i predmetna tema jer pojam povlaštene informacije, kao što će pokazati sljedeća poglavlja, nije jednak prethodno iskazanom općenitom shvaćanju informacije.

Povlaštena informacija može biti svaka prošla, sadašnja ili buduća pojava koju je moguće zapaziti i koja obuhvaća, osim činjenica, unutarnja i vanjska stanja odnosno događaje (koji su nastali i koji se mogu dokazati), zatim provjerljive vrijednosne sudove, procjene, stajališta i prognoze (koje je izradio stručnjak ili izdavalatelj, a koji počivaju na konkretnim čimbenicima i za koje je vjerojatno da će se ostvariti) i glasine (koje su barem dijelom istinite zbog čega mogu imati učinak na cijenu financijskog instrumenta).⁹ Pritom povlaštena informacija redovito predstavlja situaciju koja je rezultat djelovanja ukupnosti okolnosti ili događaja koji (izravno ili neizravno) čine njezin sadržaj, koja pritom ispunjava i sve uvjete iz čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlouporabi tržišta, tj. preciznost, nedostupnost javnosti, da se odnosi na izdavalatelja ili financijski instrument i da ima značajan učinak na cijenu tog financijskog instrumenta.¹⁰

⁷ U tom smjeru vidi Kumpan, C.; Misterek, R., u: Schwark, E.; Zimmer, D., *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 5. Auflage, Nördlingen, 2020., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 20.

⁸ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 16.

⁹ Kumpan, C., u: Hopt, K. J., *Handelsgesetzbuch*, 41. Auflage, München, 2022., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 1. U tom smjeru vidi Buck-Heeb, P. u: Assmann, H.; Schütze, R., A.; Buck-Heeb, P., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Auflage, Nördlingen, 2020., §8 Insiderrecht Rbr. 56-65.

¹⁰ U tom smjeru vidi Brellocks, M., u: Habersack, M.; Mülbelt, P. O.; Schlitt, M., *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 3. Auflage, Nördlingen, 2020., § 1. Insiderrecht Rbr. 39.

3. PRECIZNOST INFORMACIJE

Za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene sadržaj informacije mora biti precizne naravi. Prema čl. 7. st. 2. Uredbe o zlouporabi tržišta smatra se da je informacija precizne naravi ako se njome upućuje na niz okolnosti koje postoje ili za koje se razumno može očekivati da će postojati, ili na događaj koji se dogodio ili se razumno može očekivati da će se dogoditi, kada je dovoljno specifična da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku tog niza okolnosti ili događaja na cijene financijskih instrumenata.

Iz iznesenoga proizlazi kako informacija ponajprije mora biti „dovoljno specifična“ da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku na cijenu financijskog instrumenta.¹¹ Svojstvo preciznosti ponajprije razgraničava povlaštenu informaciju od nagađanja, pretpostavke, svakodnevnog znanja ili glasine.¹² Iz iznesenoga se stoga može zaključiti kako se preciznost informacije svodi na pitanje o praktičnoj korisnosti njezina sadržaja. Pritom ipak treba naglasiti kako izrazi specifičnost i preciznost nemaju isto jezično značenje. Specifičnost je po svojem opsegu šira od preciznosti na način da je svaka precizna informacija ujedno i specifična, ali svaka specifična informacija nije i precizna.¹³ Iz čl. 7. st. 2. Uredbe o zlouporabi tržišta proizlazi kako informacija mora biti toliko specifična da je precizna. Time se pitanje kvalifikacije neke informacije kao povlaštene uglavnom svodi na pitanje njezine preciznosti. Shodno tomu, nameće se pitanje opravdanosti korištenja izraza preciznosti i specifičnosti kada se specifičnost svodi na preciznost.

Tako se nameće pitanje što predstavlja takvu preciznu informaciju? Je li dovoljno specifična (precizna) informacija ona koja navodi kako je izdavatelj ušao u pregovore oko preuzimanja drugog društva ili je potrebno da takva informacija sadržava i druge podatke (npr. o cijeni i trenutku kada treba doći do preuzimanja, koji su ostali uvjeti preuzimanja i o čemu se još pregovaralo)? Informacija ne mora biti detaljna, već samo toliko specifična (precizna) da omogućuje donošenje zaključka o učinku na cijenu određenog financijskog instrumenta.¹⁴ Smatra se da je dovoljno ako informacija samo navodi kako će poslovni rezultati izdavatelja biti znatno lošiji od onoga što se prethodno očekivalo, bez navođenja ostalih detalja. S druge strane, što je informacija detaljnija (npr. tako da upućuje na određene okolnosti ili događaje), to će biti specifičnija i time preciznija. S obzirom na izneseno, čini se stoga potrebnim *de lege ferenda* sadržajno jasnije razgraničiti i rabiti izraze

¹¹ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 1; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 54.

¹² Poelzig, D., u: Ebenroth, C. T.; Joost, D.; Boujong, K.; Strohn, L., *Handelsgesetzbuch*, Band 2, §§ 343-475h, 4. Auflage, München, 2020., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 30. Više o glasinu kao povlaštenoj informaciji vidi „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta“.

¹³ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.33.

¹⁴ Povlaštene informacije su rijetko detaljne, češće sadržavaju samo najvažnije elemente koji omogućuju donošenje zaključka o učinku na cijenu određenog financijskog instrumenta. Tako vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.36.

specifičnosti i preciznosti. To se može dogmatski postići tako da se nekoj informaciji koja je precizna uvijek prizna učinak na cijenu financijskog instrumenta, dok se informaciji koja nije precizna, ali je „specifična“, može pridati takav učinak samo ako je „dovoljno specifična“. Sasvim je drugo pitanje što predstavlja preciznu, a što dovoljno specifičnu informaciju, ali u tom slučaju onda barem imamo dva jasno razgraničena kriterija.

Kako bi informacija omogućila donošenje zaključka o učinku na cijenu, mora biti usmjerena na određenog izdavatelja ili financijski instrument jer se bez toga potencijalni učinak neće moći povezati s određenim financijskim instrumentom.¹⁵ Osim što je iz iznesenoga vidljivo i preklapanje predmetnog uvjeta s uvjetom značajnog učinka na cijenu financijskog instrumenta, iz iznesenog proizlazi kako takvo preklapanje postoji i u odnosu na uvjet da se informacija mora odnositi (izravno ili neizravno) na jednog odnosno više izdavatelja ili na jedan odnosno više financijskih instrumenata.¹⁶ Informacija koja je preopćenite i neodređene naravi neće moći udovoljiti tom zahtjevu (npr. razmišljanja direktora izdavatelja o mogućem razvoju poslovanja izdavatelja ili informacija koja općenito govori o stanju IT industrije).¹⁷ U tom se pogledu nameće pitanje mogućnosti učinka razvodnjene informacije na cijenu financijskog instrumenta. Riječ je o informaciji koja ne upućuje izričito na određenog izdavatelja, financijski instrument ili ne navodi konkretne razloge koji mogu imati učinak na cijenu.¹⁸ Tako su lako zamislive situacije u kojima upućena osoba (npr. direktor izdavatelja) prijatelju na upit o poslovanju izdavatelja samo kaže: „Kupuj, brate, bit će bogme dobro...“ Nebitno je stoga na koji je način artikuliran sadržaj informacije, dovoljno je ako iz onog što je izrečeno ili artikulirano govorom tijela adresat takve informacije može zaključiti o njezinu učinku na cijenu odredivog financijskog instrumenta (npr. na upit o kupnji dionica direktor izdavatelja se samo nasmije, kimne glavom

¹⁵ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 21.

¹⁶ Više o preklapanju s uvjetom značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta vidi „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta“. Problem s preklapanjem dijelova definicije povlaštene informacije prepoznao je i CESR (*Committee of European Securities Regulators*) koji je pokušao sam pojasniti kada je informacija dovoljno specifična: 1) kada je informacija takva da omogućuje razumnom ulagatelju da donese odluku o ulaganju bez bilo kakvog ili s vrlo malim financijskim rizikom, i 2) kada je informacija takve naravi da je izgledno kako će biti iskorištena na tržištu kapitala odnosno da će odmah nakon njezine objave sudionici tržišta početi trgovati. Tako vidi Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, July 2007, Rbr. 1.8. Navedeno određenje opet ne daje odgovor na pitanje kada postoji spomenuti rizik i koja je razlika između dovoljno specifične cijene i cijene koja nije takva. U konačnici, nije riječ o dvjema odvojenim situacijama, već o tome da je druga situacija od odlučnog utjecaja na prvu. U tom smjeru vidi Kumpan, C.; Místerek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 31-32.

¹⁷ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 21; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 80; Kumpan, C.; Místerek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 43.

¹⁸ Do takve razvodnjivosti i oduzimanja sadržaja pojedinoj informaciji može doći širenjem prvotne informacije u lancu upućenih osoba (primarni *insideri*), a potom i onih kojima su upućene osobe prosljedile takvu informaciju (sekundarni *insideri*) koji je potom prosljeđuju dalje onima koji odluču zlouporabiti ju.

i podigne palac).¹⁹ Pritom je svakako odlučna kvaliteta izvora informacije, a potom i povjerenje adresata prema tom izvoru. Moguće su i situacije u kojima upućena osoba tijekom druženja s prijateljima ne oda izričito o kojem je izdavatelju riječ, ali oda dovoljno drugih informacija iz kojih oni to mogu samostalno zaključiti. Pritom samo korištenje izraza poput „svakako preporučujem“ ili naglašavanje pojedinih riječi pridonosi većoj preciznosti dane informacije. Drugim riječima, način na koji je neka informacija dana također može pridonijeti zaključku o učinku na cijenu financijskog instrumenta. U suprotnom bi se adresat takve informacije, unatoč tomu što ju je dobio iz pouzdanog izvora (npr. upućene osobe), mogao lako obraniti od zlouporabe tvrdnjom kako mu nije izričito rečeno o kojem je izdavatelju ili financijskom instrumentu riječ, kao i da mu nije bila poznata konkretna okolnost ili događaj koja bi trebala imati učinak na cijenu financijskog instrumenta.²⁰ Pritom se čini prigodnim naglasiti kako informacija ne mora omogućiti ni spoznaju o određenom smjeru kretanja cijene, tj. hoće li se cijena povisiti ili umanjiti.²¹

Okolnosti ili događaji koje sadržava informacija ne moraju biti sigurne ili izvjesne (npr. da će izdavatelj zaista preuzeti određeno društvo).²² Međutim, čini se kako iz Uredbe o zlouporabi tržišta nije jasno mora li sadržaj informacije biti istinit. Shodno tomu nameće se pitanje može li se neistinita informacija o izumu ili otkriću izdavatelja (npr. o nekom lijeku) od strane osobe koja uživa izrazito povjerenje ulagatelja (npr. direktora izdavatelja, stručnjaka ili poznatog burzovnog analitičara) smatrati povlaštenom informacijom. Takva kvalifikacija opet ovisi o učinku takve informacije na cijenu financijskog instrumenta izdavatelja, čak i ako se naknadno pokaže neistinitom. Procjena o učinku informacije provodi se redovito na temelju okolnosti koje su postojale u trenutku poduzimanja korištenja povlaštene informacije, a ne na temelju okolnosti koje su naknadno postale poznate.²³ Drugim riječima, u trenutku priopćavanja adresat neku informaciju, ovisno o drugim okolnostima slučaja, može kvalificirati kao istinitu, zbog čega joj poklanja svoje povjerenje. Ako neku informaciju kvalificira kao neistinitu, neće joj pokloniti povjerenje niti je stoga zlouporabiti.²⁴ U procjeni istinitosti informacije treba rabiti standard razumnog ulagatelja.²⁵ Pritom se čini potrebnim naglasiti kako u slučaju korištenja takve informacije nastaje nešto poput paralelne „stvarnosti“ jer se naknada informacija, koja upućuje na neistinitost takve pogrešne predodžbe

¹⁹ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.67-6.68.

²⁰ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.80-6.81.

²¹ Više o tome vidi pod „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta“.

²² Više o učinku međukoraka u dugotrajnom procesu kojega je svrha uzrokovati ili izazvati određene okolnosti ili događaje vidi „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta“. Više o budućim okolnostima ili događajima vidi u nastavku ovog poglavlja.

²³ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.44; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 3.

²⁴ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 3. U tom smjeru vidi Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 6; Brellocks, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 45.

²⁵ Tako vidi pojam razumnog ulagatelja u poglavlju „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta“.

„stvarnosti“, može također kvalificirati kao povlaštena informacija ako može imati učinak na cijenu financijskog instrumenta.²⁶ Drugim riječima, što je učinak prvotne neistinite informacije bio veći na cijenu financijskog instrumenta, to će i učinak nove istinite informacije, kojom se ispravlja prethodna neistinita, biti veći.

S druge strane, informacija također mora „upućivati na postojeće ili buduće okolnosti ili događaje“. Iz iznesenoga se može zaključiti kako nije riječ o informaciji o pojedinoj okolnosti ili događaju, već o okolnostima ili događajima koji upućuju na postojanje određene situacije (npr. teška bolest važnog člana uprave izdavatelja koja znači kako će vjerojatno doći do pokretanja postupka njegova opoziva i imenovanja novog člana, a što može rezultirati promjenom poslovne politike izdavatelja).²⁷ Informacija koja upućuje na pojedinu okolnost ili događaj redovito stvara situaciju koja potom upućuje na druge postojeće odnosno buduće okolnosti ili događaje (npr. najava raskida ugovora znači kako tek treba doći do prestanka ugovornog odnosa, zbog čega izdavatelju mogu nastati pravne i poslovne teškoće koje mogu imati utjecaj na cijenu njegovih financijskih instrumenata). Iz iznesenog je također vidljivo kako se takav pojam informacije ne preklapa s ranije opisanim pojmom informacije jer odredba čl. 7. st. 2. Uredbe o zlouporabi tržišta izričito upućuje i na buduće okolnosti.²⁸

Prema tome, informacija o „budućim“ okolnostima ili događajima također može biti precizne naravi pa shodno tomu i povlaštena informacija, ali samo ako može imati učinak na cijenu financijskog instrumenta.²⁹ Ako je riječ o informaciji koja može imati takav učinak, potrebno je također odgovoriti na pitanje može li se u budućnosti razumno očekivati nastup takve okolnosti ili događaja. Ako je odgovor potvrđan i ako su ispunjeni ostali uvjeti iz čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlouporabi tržišta, riječ je o povlaštenoj informaciji.³⁰ Vjerojatnost nastupa buduće okolnosti ili događaja procjenjuje se na temelju svih okolnosti slučaja, pri čemu usporedivo njemačko pravo traži da je vjerojatnije da će takva okolnost ili događaj nastupiti nego da neće (barem 50% plus da će nastupiti).³¹ U prilog većoj vjerojatnosti nastupanja okolnosti ili događaja govori ako je izdavatelj u prošlosti uspio provesti

²⁶ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.45.

²⁷ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 1.

²⁸ Smatra se kako informacija u općenitom pravnom smislu obuhvaća samo postojeće ili prošle okolnosti, a ne i buduće okolnosti jer se one ne mogu spoznati vanjskim osjetilima niti dokazati. Tako vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 12, 23.

²⁹ U tom smjeru vidi Buck-Heeb, P., *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 66. Time su također obuhvaćene okolnosti ili događaji za koje nije sigurno jesu li već nastupili (npr. kako je predsjednik uprave izdavatelja bolestan, ali nije poznato koliko teško). Više o tome vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 5.

³⁰ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 11; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 26; Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 42.

³¹ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 5; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 11; Merkner, A.; Sustmann, M.; Retsch, A., *Das Spannungsverhältnis zwischen der kapitalmarktrechtlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht und kartellrechtlichen Kronzeugenprogrammen*, NZG 2021, str. 1200.

sličnu transakciju (npr. uspio je preuzeti drugo slično društvo ili je uspio dobiti važan posao izgradnje nacionalne infrastrukture). U procjeni te vjerojatnosti treba se osloniti na pravila općeg životnog iskustva i ukupnost procjene svih okolnosti pojedinog slučaja koje postoje u trenutku donošenja odluke o ulaganju (*ex ante*).³² Prema tome, potpuno je nebitno jesu li razmatrane buduće okolnosti ili događaji zaista nastupili.

4. NEDOSTUPNOST INFORMACIJE JAVNOSTI

Prema drugome uvjetu povlaštena informacija je ona koja nije javno poznata. Nedostupnost informacije javnosti predstavlja ključno svojstvo povlaštene informacije.³³ Ako je informacija široko poznata, tržište je na nju već reagiralo korekcijom cijene financijskog instrumenta, zbog čega njezin sadržaj ne pruža više nikakvu vrijednost njezinu poznavatelju. Pod izrazom „informacija koja nije javno poznata“ misli se stoga na informaciju koja nije istodobno dostupna neodređenom broju sudionika na tržištu kapitala.³⁴ Drugim riječima, informacija je javno poznata ako svaki sudionik tržišta kapitala ima jednaku mogućnost spoznaje njezina sadržaja, neovisno o tome je li takvu mogućnost iskoristio. Adresat norme nije stoga opća (najšira) javnost, već je to javnost koju čine samo sudionici tržišta kapitala odnosno svi oni koji trguju na uređenom tržištu (npr. brokeri, institucionalni ulagatelji, mali i veliki ulagatelji).³⁵

To ne znači kako dostupnost informacije najširoj mogućoj javnosti nema nikakav učinak. Ako je informacija dostupna najširem vidu javnosti, ona će vjerojatno biti dostupna i sudionicima na tržištu kapitala. Kriterij dostupnosti informacije sudionicima na tržištu kapitala ima za cilj olakšati dokazivanje potencijalne zlorabe jer je za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene dovoljna njezina dostupnost sudionicima na tržištu kapitala. Konkretno, dovoljno je ako je informacija

³² Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 5; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 69; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 48.

³³ Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 17.

³⁴ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 57; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 9 – 10; Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.88; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8; Merkner, A.; Sustmann, M.; Retsch, A., *op. cit.* u bilj. 31., str. 1200. Tako sa stajališta objave kreditne rejting agencije vidi Knauth, O., *Kreditratings, deren Verbreitung und Behandlung als Insiderinformation nach MAR und EU-RatingVO*, WM 2022 Heft 15, str. 709.

³⁵ Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 102; Möllers, M., J., T., Schauer, P., J., *Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts*, NZG 2021, str. 1336. Takav pojam javnosti ne treba izjednačiti s pojmom „najšireg mogućeg kruga javnosti“ iz čl. 2. st. 1. Provedbene uredbe Komisije (EU) 2016/1055 od 29. lipnja 2016. Provedbena uredba Komisije (EU) 2016/1055 od 29. lipnja 2016. o utvrđivanju provedbenih tehničkih standarda u vezi s tehničkim sredstvima odgovarajućeg javnog objavljivanja povlaštenih informacija i odgadanja javnog objavljivanja povlaštenih informacija u skladu s Uredbom (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća (Tekst značajan za EGP), OJ L 173, 30.6.2016, str. 47 – 51. To stoga što se takav pojam javnosti odnosi na uredno objavljivanje povlaštenih informacija od strane izdatelja i tržišnih sudionika (tzv. *ad hoc* obveza obavještavanja), a ne i na procjenu je li neka informacija javno dostupna.

dostupna u državi članici u kojoj su financijski instrumenti izdavatelja uvršteni na uređeno tržište radi trgovanja. Međutim, dostupnost informacije u drugoj državi članici također može imati isti učinak, ali će to ovisiti o ostalim okolnostima slučaja (npr. o povezanosti tržišta države članice u kojoj je informacija objavljena i države članica u kojoj su financijski instrumenti uvršteni na uređeno tržište).³⁶

Time se ponajprije teži zaštititi male ulagatelje koji se u donošenju svoje odluke o ulaganju oslanjaju na uobičajene izvore informiranja na tržištu kapitala.³⁷ To ne znači kako se neka informacija mora objaviti na neki od načina koji su predviđeni zakonom (npr. putem redovnih, izvanrednih ili *ad hoc* objava informacija na tržištu kapitala), dovoljno je ako je informacija jednako dostupna svim sudionicima na tržištu kapitala.³⁸ Drugim riječima, nije odlučno tko je objavio informaciju ni zašto ju je objavio.³⁹ Jednako tako nije važno je li informacija označena kao poslovna ili profesionalna tajna od strane izdavatelja niti je li obuhvaćena nekim drugim oblikom tajnosti (npr. kao državna tajna).⁴⁰ Nedostupnost informacije javnosti procjenjuje se prema okolnostima svakog slučaja, a ne prema tome je li neka informacija idealno označena tajnom. Drugim riječima, nedostupnost informacije javnosti predstavlja faktični moment jer povlaštena (tajna) informacija može postati dostupna široj javnosti unatoč tomu što to nije bila namjera osoba kojima je ona poznata (npr. slučajnim curenjem informacije u javnost, krađom ili neovlaštenom objavom na bilo koji drugi način).⁴¹

Osim toga što informacija mora biti dostupna sudionicima tržišta, ona mora biti dostupna na način da oni objektivno budu u prigodi uzeti takvu informaciju u obzir pri donošenju odluke o ulaganju.⁴² Drugim riječima, mora se raditi o informaciji koja je poznata javnosti na tržištu kapitala u mjeri u kojoj će takvo poznavanje dovesti do reakcije tržišta korekcijom cijene financijskog instrumenta izdavatelja. Dovoljno je ako način na koji je informacija učinjena dostupnom ne privilegira nekog ulagatelja ili skupinu ulagatelja, već je jedina razlika u načinu njezina korištenja.⁴³ Samo takva

³⁶ U tom smjeru vidi Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 18.

³⁷ U tom smjeru vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 58.

³⁸ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 59.

³⁹ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 9; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 104. U tom smjeru vidi Möllers, M., J., T.; Schauer, P., J., *op. cit.* u bilj. 35., str. 1336.

⁴⁰ Tako za pojam poslovne i profesionalne tajne vidi čl. 19. i 27. Zakona o zaštiti tajnosti podataka (Narodne novine br. 108/96). U tom smjeru vidi Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 104.

⁴¹ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 57, 59.

⁴² Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 57, 60; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 19; Brellachs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 73.

⁴³ Kumpan, C.; Misterek, R., *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 101.

dostupnost informacije može dovesti do reakcije tržišta koja će onemogućiti njezinu zlouporabu.⁴⁴

Utvrđivanje postojanja takve dostupnosti informacije stvara teškoće u praksi jer je riječ o pitanju razgraničenja između uobičajenog trgovanja na temelju dopuštenih informacija i trgovanja na temelju povlaštenih informacija.⁴⁵ Smatra se da je informacija dostupna javnosti kada je objavljena u skladu s čl. 17. Uredbe o zlouporabi tržišta (npr. objava u Službenom registru propisanih informacija SRPI) ili kada je objavljena u raširenom sustavu obavještanja koji se redovito koristi na tržištu kapitala (npr. objava na mrežnoj stranici Zagrebačke burze ili informacijskom sustavu izvještajne novinske agencije).⁴⁶ S druge strane, smatra se da informacija nije dostupna javnosti kada je objavljena na mrežnoj stranici izdavatelja ili tijekom ročišta u sudskom postupku, jer se ne može pretpostaviti da je takva informacija u trenutku objave istodobno poznata neodređenom broju sudionika na tržištu.⁴⁷ Jednako tako smatra se da informacija nije objavljena javnosti kada je objavljena manjem (zatvorenom) krugu osoba koji ne predstavljaju neodređen broj sudionika na tržištu kapitala (npr. tijekom održavanja konferencije za medije izdavatelja, rasprave na stručnom skupu odnosno konferenciji ili na glavnoj skupštini izdavatelja).⁴⁸ Nazočne osobe pri takvim objavama ne moraju uopće biti sudionici tržišta kapitala koji bi se takvom informacijom koristili za trgovanje na uređenom tržištu. Osim toga, čak i kada bi informacija bila objavljena osobama koje predstavljaju sudionike na tržištu kapitala, dvojbena je mogu li one udovoljiti zahtjevu dostupnosti informacije koji može dovesti do reakcije tržišta i isključenja njezine zlouporabe. Objava na društvenim mrežama i u drugim medijima s ograničenim brojem korisnika ili ograničenim pristupom također ne udovoljava zahtjevu dostupnosti javnosti na tržištu kapitala (npr. objava u lokalnim novinama,

⁴⁴ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.87.

⁴⁵ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.83-6.84.

⁴⁶ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 60. Tako sa stajališta starijeg usporedivog njemačkog prava vidi Cloppenburg, M.; Kruse, D., *Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten*, WM 2007 Heft 24, str. 1110. Pritom treba naglasiti kako je izrazito dvojbena stajalište europskog zakonodavaca prema kojem se objava povlaštene informacije u SRPI-ju i sličnim registrima u drugim državama članicama smatra objavom neodređenom broju sudionika na tržištu kapitala. To stoga što dobar dio tih sudionika (mali ulagatelji) vjerojatno ni ne zna da takav registar postoji, dok objavi na mrežnim stranicama izdavatelja ne pridaje takav učinak. Očito je kako je europski zakonodavac time htio spriječiti raznolikost izvora informiranja, no ne može se oteti dojmu kako se mali ulagatelji uopće ne koriste tim izvorom radi informiranja, zbog čega se nameće pitanje svrhovitosti takvog načina postizanja transparentnosti na tržištu kapitala.

⁴⁷ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 60; U tom smjeru vidi BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10. U tom smjeru vidi Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 114, 117; Möllers, M., J., T.; Schauer, P., J., *op. cit.* u bilj. 35., str. 1335.

⁴⁸ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 61; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 19.; Möllers, M., J., T., Schauer, P., J., *op. cit.* u bilj. 35., str. 1335. Tako sa stajališta objave kreditne rejting agencije vidi Knauth, O., *op. cit.* u bilj. 34., str. 709.

izvještajnom sustavu burze kojem mogu pristupiti samo članovi burze, mrežnom blogu i mrežnom forumu za izdavateljeve zaposlenike).⁴⁹ Očekivano je drugačija situacija ako je riječ o mediju koji redovito prate sudionici na tržištu kapitala, čak i neovisno o tome je li strani ili domaći (npr. objava u *Wall Street Journalu*, *Bloombergu* ili *Handelsblattu*), dnevnim novinama ili društvenim mrežama s velikim brojem korisnika kod kojih pristup informaciji nije posebno ograničen (npr. javna objava poznatog burzovnog analitičara na *Twitteru*).⁵⁰ Prepreku takvoj dostupnosti informacije predstavlja nerazmjerni trošak pristupa informaciji. Tako je prihvatljiv primjerice trošak kupnje ili pretplate na dnevne novine, ali ne i trošak pretplate za pristup nekom stručnom mediju ili bazi podataka u vrijednosti od desetak tisuća eura jer nije izgledno da će mali ulagatelji imati takav pristup.⁵¹ Moguće je da informacija koja je početno objavljena na nekom opskurnom mediju bude ponovno objavljena u mediju koji ima potreban javni doseg (npr. kada poznati burzovni analitičar *retweets* informaciju objavljenu na nečijem privatnom blogu, u malim lokalnim novinama ili drugom mediju s ograničenim pristupom javnosti). Tada će ona tek tom ponovnom objavom postati dostupna sudionicima na tržištu kapitala.⁵² Isto je moguće na odgovarajući način primijeniti na situacije u kojima dio (šire) javnosti osobnim zapažanjem primijeti postojanje neke okolnosti ili događaja koji može utjecati na cijenu financijskog instrumenta izdavatelja (npr. osobe koje žive u blizini izdavateljevih postrojenja svjedoče eksploziji koja uništi cijelu tvornicu). Tada je ključno samo da je informacija o toj okolnosti ili događaju (posredno ili neposredno) stigla do neodređenog broja sudionika na tržištu kapitala. To što je dio javnosti svjedočio nesretnom događaju (npr. stanovnici manjeg mjesta koji žive u blizini izdavateljevih postrojenja) nema učinak ako informacija o tom događaju nije stigla do sudionika na tržištu kapitala (npr. objavom na naslovnici dnevnih novina ili reportažom u udarnom terminu vijesti na nacionalnoj televiziji).

Problem s predmetnim uvjetom počiva upravo u tome što se njegovo postojanje temelji na okolnostima svakog pojedinog slučaja. U tumačenju tih okolnosti *de lege lata* ne treba biti pretjerano strog, ali ni previše popustljiv, već je potrebno naći

⁴⁹ U tom smjeru vidi BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 10; ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA / 2015 / 1455, Rbr. 188; Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.96, 6.108. Tako sa stajališta objave kreditne rejting agencije vidi Knauth, O., *op. cit.* u bilj. 34., str. 709.

⁵⁰ U tom smjeru vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 61; Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.111; Kumpan, C., *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8; Poelzig, D., *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 19. U tom smjeru sa stajališta starijeg usporedivog njemačkog prava vidi Cloppenburg, M.; Kruse, D., *op. cit.* u bilj. 46., str. 1110. Pritom treba naglasiti kako prema europskom zakonodavcu, što je suprotno od stajališta američkog SEC-a koje ne počiva na tolikoj razini puke formalnosti (*Securities and Exchange Commission*), *ad hoc* objave nije moguće učiniti isključivo putem društvenih medija ili mrežne stranice izdavatelja, već putem službeno određenog mehanizma objave (čl. 17. st. 1. Uredbe o zlouporabi tržišta). U suprotnom je riječ o povredi pravila o načinu objave povlaštenih informacija, a potencijalno i o povredi čl. 15. u vezi s čl. 12. st. 1. t. (c) Uredbe o zlouporabi tržišta (tzv. manipulacija tržištem). Više o tome vidi Möllers, M., J., T.; Schauer, P., J., *op. cit.* u bilj. 35., str. 1335 – 1337.

⁵¹ Kumpan, C.; Misterek, R., *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 103.

⁵² U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.97.

zlatnu sredinu. Iz prethodno iznesenoga može se zaključiti kako postoje slučajevi u kojima informacija uopće nije bila objavljena i time učinjena dostupna javnosti, u kojima je informacija objavljena i istodobno dostupna sudionicima na tržištu i kada je informacija objavljena, ali nije istodobno dostupna sudionicima na tržištu. Upravo posljednja kategorija slučajeva predstavlja najveći problem u praksi jer je informacija objavljena i dostupna, ali je tržište nije percipiralo.

Shodno tomu, ako je informacija dostupna u sudskom registru ili nekom drugom javnom registru, znači li to da je informacija dostupna sudionicima na tržištu? Koliko god se odgovor na ovo pitanje činio iznenađujućim, izneseno je zapravo pitanje uobičajenog ponašanja i praksi sudionika na tržištu kapitala prigodom donošenja odluke o ulaganju. Ako sudionici na tržištu pri donošenju odluke o ulaganju uobičajeno razmatraju informacije sadržane u sudskom registru, takva će se informacija smatrati dostupnom ciljanoj javnosti. Čini se ipak kako to neće biti tako, jer mjerilo uobičajenog sudionika na tržištu kapitala nije mjerilo institucionalnog ili velikog ulagatelja koji prije donošenja odluke razmatra sve moguće izvore informacija pa time i informacije koje su objavljene u raznim javnim registrima.⁵³ Pojam sudionika tržišta kapitala obuhvaća i male bezimene ulagatelje (Antu, Peru i Ivanku), a tomu u prilog svakako govori i to što su pravila o zabrani zlouporabe tržišta namijenjena ponajprije zaštititi takvih malih ulagatelja.⁵⁴

U tom se pogledu nameće i pitanje što s informacijama koje nisu objavljene, ali su nastale kao posljedica analize informacija koje su javno dostupne. Korištenje takvih informacija treba omogućiti jer bi se u suprotnom ugrozio rad burzovnih analitičara. Međutim, kako ne bi došlo do prikrivanja zlouporabe povlaštenih informacija kroz naknadnu izradbu lažnih analiza, potrebno je dokazati kako su takve analize nastale na temelju javno dostupnih podataka u vrijeme kada je poduzeto sporno trgovanje.⁵⁵ Izneseno potvrđuje i t. 28. preambule Uredbe o zlouporabi tržišta. Međutim, u toj preambuli se također navodi kako takve informacije mogu predstavljati povlaštene informacije kada tržište uobičajeno očekuje njihovu objavu i kada ona utječe na oblikovanje cijene financijskog instrumenta (npr. mišljenje poznatog burzovnog analitičara ili objave kreditne rejting agencije kao što je *Moody's*).⁵⁶ Pritom je također važno da su ispunjeni i ostali uvjeti za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene jer samo povlaštena informacija daje njezinu poznavatelju prednost na tržištu kapitala u odnosu na ostale sudionike tržišta.

⁵³ Suprotno tomu, prema čl. 58. st. 2. t. (b) *Criminal Justice Acta* iz 1993. takvi se izvori informacija izričito smatraju izvorom u kojem objava informacije predstavlja objavu koja je učinjena javnosti. Više o tome vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.94. S druge strane, u smjeru iznesenoga u tekstu vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8.

⁵⁴ Tako vidi pojam razumnog ulagatelja u poglavlju „6. Vjerojatnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenata“.

⁵⁵ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.101; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 89.

⁵⁶ U tom smjeru vidi Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 89; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 85; Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 48. Tako u pogledu objave kreditne rejting agencije vidi Knauth, O., *op. cit.* u bilj. 34., str. 714. Također, primjerice, vidi ICS slučaj (*Index of Consumer Sentiment*) u „5. Izravna ili neizravna vezanost informacije uz izdavatelja ili financijske instrumente“.

Uvjet nedostupnosti informacije javnosti se redovito dokazuje pretraživanjem javno dostupnih (tiskanih i digitalnih) izvora u potrazi za sadržajem sporne informacije. Utvrđi li se postojanje tog sadržaja, potrebno je također utvrditi je li takav sadržaj bio istodobno dostupan neodređenom broju sudionika tržišta kapitala.⁵⁷ U prilog takvoj dostupnosti informacije govori podatak o povećanom broju transakcija razmatranim financijskim instrumentom od strane većeg broja sudionika tržišta kapitala neposredno prije ili u trenutku kada je došlo do njezine navodne zlouporabe. Ako je sadržaj potencijalne povlaštene informacije bio ograničeno dostupan nekoliko mjeseci prije sporne transakcije na tržištu (zlouporabe) koja je, međutim, poduzeta neposredno prije njezine ponovne redovite objave svim sudionicima tržišta kapitala, vjerojatnije je kako povod spornoj transakciji nije bila ranija objava, već drugi nepoznati izvor novijeg datuma.⁵⁸ To stoga što izneseno upućuje na zaključak da bi poznavatelj te informacije ranije poduzeo spornu transakciju, a ne neposredno prije njezine redovite objave sudionicima tržišta kapitala. Pritom treba imati na umu kako ovdje nije riječ o apsolutima jer konačni ishod dokaznog postupka ovisi isključivo o analizi svih okolnosti slučaja. Ako je riječ o tajnim informacijama, u dokazne svrhe može poslužiti i izvještaj izdavatelja ili iskaz upućenih osoba o mjerama poduzetima radi očuvanja njezine tajnosti ili eventualno utvrđenim propustima u tom pogledu.⁵⁹

5. IZRAVNA ILI NEIZRAVNA VEZANOST INFORMACIJE UZ IZDAVATELJA ILI FINANCIJSKE INSTRUMENTE

Za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene potrebno je također da se ona odnosi, izravno ili neizravno, na jednog odnosno više izdavatelja ili na jedan odnosno više financijskih instrumenata određenog izdavatelja. Iz iznesenoga ponajprije proizlazi da je dovoljna bilo kakva veza između informacije i određenog izdavatelja ili financijskog instrumenta.⁶⁰ Naime, u praksi su teško zamislive povlaštene informacije koje utječu na cijenu financijskog instrumenta određenog izdavatelja, a kojih se sadržaj barem neizravno ne dotiče ili utječe na tog izdavatelja.⁶¹

Vežanost informacije uz izdavatelja redovito znači da se informacija izravno ili neizravno odnosi na njegove unutarnje poslovne procese ili njegov odnos prema vanjskom svijetu.⁶² Informacija pritom može imati polazište u okolnostima koje nastaju u izdavatelju. Takva je primjerice informacija o odličnom ili lošem rezultatu poslovanja u prvome kvartalu tekuće godine, znatnom rastu dobiti od prodaje novog

⁵⁷ U tom smjeru vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 8b.

⁵⁸ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.123.

⁵⁹ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.125.

⁶⁰ Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 86.

⁶¹ Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 99; Brellocks, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 76.

⁶² U tom smjeru vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 9; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 14; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 87.

proizvoda, otkriću novog lijeka koji izdavatelj namjerava komercijalizirati ili otkriću novog naftnog polja na kojem izdavatelj ima koncesiju.⁶³ S druge strane, informacija svoje polazište ne mora imati u okolnostima koje nastaju unutar izdavatelja, ali koje se odnose na izdavatelja odnosno utječu na njega. Takva je primjerice informacija o pokretanju istrage ili nadzora od strane nadležnog regulatora nad poslovanjem izdavatelja (npr. zbog sumnje u pranje novca ili povrede pravila o tržišnom natjecanju), informacija o raskidu važnog ugovora od strane izdavatelja ili zabrani prodaje proizvoda izdavatelja zbog toga što proizvod ugrožava javno zdravlje.⁶⁴

Informacije koje su vezane uz određeni financijski instrument odnose se ponajprije na informacije koje se specifično odnose na određeni financijski instrument. To mogu biti informacije koje se odnose na određeni rod dionica izdavatelja, kao što je odluka izdavatelja o većoj isplati dividende imateljima tih dionica, odluka o povećanju temeljnog kapitala izdavanjem novih dionica ili povlačenju dionice izdavatelja s uređenog tržišta (*delisting*).⁶⁵ To može biti i informacija koja se neizravno odnosi na određeni rod dionica, kao što je nalog treće osobe za kupnju većeg broja određenih dionica, informacija o prodaji bloka određenih dionica većeg dioničara izvan uređenog tržišta, tj. na OTC tržištu (tzv. *front running*) ili suspenziji trgovanja financijskih instrumenata izdavatelja.⁶⁶ Pritom treba naglasiti kako se takve informacije često kvalificiraju i kao informacije koje se vežu uz određenog izdavatelja. Zbog toga je granica između informacija koje se odnose na određenog izdavatelja i informacija koje se odnose na određene financijske instrumente redovito bez posebnog značaja.

Osim informacija koje se odnose na određenog izdavatelja odnosno financijski instrument, u pravnom prometu nalazimo i informacije koje redovito zahvaćaju cijelu industriju ili neki njezin dio te stoga utječu na više različitih sudionika tržišta, a pritom i na izdavatelja (tzv. općenite informacije o tržištu).⁶⁷ Takva je primjerice informacija o promjeni stope zakonske zatezne kamate, pripremi novih zakonskih propisa koji otežavaju poslovanje sudionika u jednoj ili više industrija, novoj stopi inflacije i statističkim podacima koji se odnose na određenu industriju (npr. o rastu nezaposlenosti ili prodaje).⁶⁸ Iako navedene okolnosti mogu utjecati na poslovanje izdavatelja, sporno je mogu li se one kvalificirati kao povlaštene informacije koje se

⁶³ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 64; Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.18; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 9. Također vidi primjere informacija koje se redovito smatraju povlaštenim informacijama u „7. Zaključak“.

⁶⁴ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 64; Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.16; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 87.

⁶⁵ Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 15; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 88.

⁶⁶ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 66. U tom smjeru također vidi Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 104.

⁶⁷ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 65. U tom smjeru vidi BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 11.

⁶⁸ U tom smjeru vidi BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 11.

odnose na određenog izdavatelja. Takvim informacijama, zbog njihova općenitog učinka, u pravilu ne treba pridati takav učinak. Iako takve informacije u pravilu pogađaju veći broj sudionika na određenom tržištu, čak i sve sudionike, zamislive su i informacije koje se, iako nastaju u „javnoj“ domeni, posebno odnose na određenog izdavatelja ili financijski instrument. Takva je primjerice informacija o puštanju u zakonodavnu proceduru propisa koji nije formalno usmjeren na određenog izdavatelja iako se prema danim okolnostima zapravo odnosi samo na njega (npr. propis kojim se fiksiraju cijene cjepiva u jednoj državi članici koje proizvodi ili distribuira samo određeni izdavatelj).⁶⁹

Osim toga, zamislivo je i da zbog posebnosti određenog tržišta neki općeniti podatci mogu dovesti do stanja koje predstavlja zlouporabu tržišta. Takav je bio slučaj u SAD-u od 2007. do 2013. godine s ICS (*Index of Consumer Sentiment*) podatcima koji mogu znatno utjecati na kretanje cijena na tržištu kapitala. Tako je *Thomson Reuters* nešto prije javne objave ICS podatke slao svojim pretplatnicima, koji su redovito bili institucionalni ulagatelji poput investicijskih fondova, investicijskih banaka i brokerskih kuća. Na temelju tih podataka pretplatnici su imali vremensku prednost koja im je omogućila da u kratkom razdoblju prije javne objave provedu naloge na temelju informacija sadržanih u ICS podatcima i time steknu prednost pred ostalim sudionicima tržišta kapitala koji nisu bili pretplatnici. Nakon pokretanja istrage 2013. godine takva je praksa prekinuta.⁷⁰ Čini se kako je malo vjerojatno da bi se takvi podatci kvalificirali kao podatci koji se odnose na određenog izdavatelja ili financijske instrumente prema Zakonu o tržištu kapitala i Uredbi o zlouporabi tržišta jer je riječ o podatcima općenite naravi koji se posebno ne tiču određenog izdavatelja.

Shodno tomu, čini se da *de lege lata* odlučno mjerilo u pogledu kvalifikacije takvih općenitih tržišnih informacija mora biti blizina tih podataka prema određenom izdavatelju, odnosno specifičnost takve informacije za određenog izdavatelja.⁷¹ Riječ je o nedovoljno preciznom mjerilu koje previše toga ostavlja nagađanju i mašti, a čime ugrožava pravnu sigurnost kojoj teži svako pravno pravilo. Stoga predmetni uvjet u pogledu informacija koje ne nastaju u privatnoj sferi treba tumačiti ograničeno. Međutim, ne treba zanemariti mogućnost utjecaja općenitih tržišnih informacija na transparentnost i uredno funkcioniranje tržišta. Zbog toga treba *de lege ferenda* odustati od stroge vezanosti informacije uz određenog izdavatelja ili financijske instrumente jer, kao što smo vidjeli na primjeru s ICS podatcima,

⁶⁹ U tom smjeru vidi Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 91; Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 77.

⁷⁰ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.19.

⁷¹ U tom smjeru vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 65.

općenite tržišne informaciju također mogu ugroziti uredno funkcioniranje uređenog tržišta i utjecati na cijenu financijskog instrumenta.⁷²

6. VJEROJATNOST ZNAČAJNOG UTJECAJA NA CIJENU FINANCIJSKOG INSTRUMENTA

Zadnji uvjet za kvalifikaciju informacije kao povlaštene jest da njezina objava vjerojatno može imati značajan utjecaj na cijenu financijskog instrumenta. Prema čl. 7. st. 4. Uredbe o zlouporabi tržišta, pod informacijama koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan učinak na cijene financijskih instrumenata podrazumijevaju se informacije koje bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju u te financijske instrumente.⁷³

Prema t. 14. preambule Uredbe o zlouporabi tržišta razumni ulagatelji donose odluku o ulaganju na temelju informacija koje su im dostupne u trenutku razmatranja takve odluke (tzv. *ex ante* dostupne informacije). Stoga se samo takve informacije uzimaju u obzir pri procjeni bi li razumni ulagatelj donio odluku o ulaganju. Učinak tih informacija, međutim, treba ocjenjivati s obzirom na ukupnost djelovanja (ponašanja) izdavatelja, vjerodostojnost izvora informacija i drugih tržišnih elemenata koji bi mogli utjecati na financijske instrumente u danim okolnostima.

Uredba ne određuje pojam razumnog ulagatelja, no prema usporedivom njemačkom pravu takvim se ulagateljem smatra osoba koja je upućena u općenito funkcioniranje tržišta kapitala i ima osnovana znanja o pravnom uređenju trgovačkih društava, a odluke o ulaganju donosi na temelju objektivno provjerljivih informacija.⁷⁴ Drugim riječima, ne mora biti stručnjak i dobar poznavatelj tržišta kapitala i prava društava, ali neko znanje o tome mora imati. Što to znači? Smatra se

⁷² U tom smjeru vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 9. U tom smjeru vidi također čl. 60. st. 4. *Criminal Justice Acta* iz 1993. prema kojem se smatra kako postoji vezanost informacije uz izdavatelja i kada se takva informacija ne odnosi samo na izdavatelja, već i kada ona može utjecati na poslovanje izdavatelja. Time je znatno prošireno područje djelovanja pravila o zabrani zlouporabe tržišta jer se povlaštenim informacijama smatraju i okolnosti koje se događaju kod trećih osoba (npr. izdavateljevih poslovnih partnera ili konkurenata, kao i okolnosti koje se događaju u javnoj domeni prigodom izradbe novih zakonodavnih propisa koji neizravno utječu na poslovanje izdavatelja). Više o tome vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.21–6.27.

⁷³ Pritom treba naglasiti kako njemački prijevod čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlouporabi rabi izraz *erheblich*, dok st. 4. iste odredbe koristi izraz *spürbaren*, no čini se kako između različitih izraza u konačnici ne bi trebalo biti razlike. To više što engleski i hrvatski prijevod navedenih odredaba rabi u oba slučaja iste izraze, *significant* i „značajan“.

⁷⁴ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 69; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 11; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 10; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 22. Prema američkom pravu takva se osoba smatra personifikacijom učinkovitog tržišta. Međutim, kriterij personifikacije učinkovitog tržišta ponajprije nije precizan, a potom je i previše strog jer se čini kako bi takav standard značio da razuman ulagatelj mora biti u stanju izrazito dobro analizirati sve dostupne informacije na tržištu kapitala. Shodno tomu, vezivanje razumnog ulagatelja uz učinkovito tržište nije prikladno za europsko pravo tržišta kapitala koje teži zaštiti malih ulagatelja. To ne znači kako standard malog ulagatelja treba postaviti izrazito nisko, već kako treba postaviti neku razumnu sredinu.

kako razumni ulagatelj, prije donošenja odluke o ulaganju, razmatra trenutačni tržišni položaj izdavatelja te, s tim u vezi, mogu li informacije kojima raspolaže značajno utjecati na cijenu razmatranog financijskog instrumenta. Osim služenja vlastitim iskustvom, razumni ulagatelj razmatra i kako su reagirali ostali sudionici tržišta u usporedivim ranijim situacijama.⁷⁵ Pri donošenju odluke razumni ulagatelj, osim budućih procjena o poslovanju izdavatelja, uzima u obzir i korporativne akcije koje mogu utjecati na cijenu financijskog instrumenta, kao što su informacije o ranijim isplata dividendi i odnosu izdavatelja prema manjinskim dioničarima (npr. je li bilo isključenja prava prvenstva pri izdavanju novih dionica).⁷⁶ Takav ulagatelj, međutim, ne mora biti sposoban prepoznati i razmotriti nerazumne aktivnosti sudionika na tržištu kapitala.⁷⁷ To su odluke o ulaganju koje počivaju na razmatranju okolnosti ili događaja koje, iako mogu utjecati na vrijednost financijskog instrumenta izdavatelja, nemaju učinak na vrijednost imovine izdavatelja (npr. promjena tvrtke izdavatelja iz Rudnik d. d. u Okno d. d.).⁷⁸ Zahtjev prepoznavanja i razmatranja nerazumnih aktivnosti čini se previsokim standardom za malog (neiskusnog) ulagatelja, koji će vjerojatno češće reagirati na takve (nevažne) okolnosti ili događaje. Osim toga, nije moguće predvidjeti koje će okolnosti ili događaji imati takav učinak na cijenu financijskog instrumenta pa shodno tomu izdavatelj neće biti u stanju ispuniti obvezu *ad hoc* obavještavanja javnosti sukladno čl. 17. st. 1. Uredbe o zlouporabi tržišta. U suprotnom bi se takva obveza obavještavanja mogla svesti na obavještavanje o svim (važnim i nevažnim) okolnostima i događajima koji se izravno odnose na izdavatelja. Štoviše, upravo takva objava nevažnih informacija može rezultirati nerazumnom reakcijom sudionika na tržištu kapitala, jer će razumni ulagatelj pretpostaviti kako se objava odnosi na povlaštenu informaciju koja može imati značajan učinak na cijenu financijskog instrumenta, iako to ne bi trebao biti slučaj. Uz to, osim što bi takva objava narušila svrhu takve obveze obavještavanja, mogla bi se u odnosu na izdavatelja kvalificirati i kao manipulacija tržištem iz čl. 12. Uredbe o zlouporabi tržišta.⁷⁹

Osim toga, potrebno je ponajprije utvrditi ima li razmatrana informacija uopće „potencijal“ značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta. Uzimajući u obzir stajalište razumnog ulagatelja, dovoljno je ako informacija ima takav potencijal s obzirom na okolnosti koje postoje u trenutku kada je došlo do navodne

⁷⁵ U tom smjeru vidi Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 22; Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 81.

⁷⁶ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 11; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 10.

⁷⁷ Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 81. Međutim, čini se kako njemački regulator zauzima suprotno stajalište jer ne želi da nepostojanje potrebe prepoznavanja i razmatranja takvih aktivnosti posluži kao sredstvo isključenja odgovornosti za zlouporabe iz čl. 8. i 10. Uredbe o zlouporabi tržišta (trgovanje povlaštenim informacijama i nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija). Tako vidi Bekritsky, G., *Die Insiderinformation im Lichte des neuen Emittentenleitfadens*, WM 2020 Heft 42, str. 1961.

⁷⁸ Bekritsky, G., *op. cit.* u bilj. 77., str. 1960 – 1961.

⁷⁹ U tom smjeru sa stajališta *ad hoc* obveze obavještavanja Bekritsky, G., *op. cit.* u bilj. 77., str. 1961.

zlouporabe (npr. sporne transakcije na tržištu).⁸⁰ To znači kako nije odlučno je li do takvog utjecaja u konačnici zaista i došlo, odnosno da je nakon naknadne redovite objave informacije došlo do znatne promjene cijene financijskog instrumenta.⁸¹ Takva naknadna promjena cijene nakon objave informacije može poslužiti samo kao potvrda da se zaista radilo o informaciji koja utječe na cijenu financijskog instrumenta, ali samo pod pretpostavkom da se od takvog utjecaja mogao isključiti učinak ostalih okolnosti.⁸² Riječ je o elementu za koji se može tvrditi kako će prigodom utvrđivanja ovog uvjeta već biti ispunjen, jer se potencijal utjecaja informacije na cijenu razmatra i u okviru uvjeta preciznosti informacije.⁸³ Prema tome, u ovom stadiju kvalifikacije neke informacije kao povlaštene treba se usmjeriti na opseg utjecaja na cijenu financijskog instrumenta odnosno procjenu njegovu „značaja“.

Cilj je uvjeta „značajnog utjecaja na cijenu“ financijskog instrumenta isključiti iz kvalifikacije informacije koje imaju trivijalan učinak (npr. informacija o događaju kojega je općenit sadržaj od prije poznat sudionicima na tržištu kapitala, zbog čega nova detaljnija informacija o tom događaju ima samo beznačajan učinak na cijenu) kao i informacije koje uopće nemaju takav učinak (npr. informacije koje se odnose na svakodnevno poslovanje izdavatelja kao što je informacija o urednoj uobičajenoj isplati plaće radnicima).⁸⁴ Iznoseno upućuje na zaključak kako je za kvalifikaciju značajnog utjecaja potrebno uspostaviti mjerilo tog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta. U vezi s tim neke države članice određuju prag rasta cijene od barem 10% u odnosu na cijenu prije objave informacije (npr. u Danskoj i Švedskoj).⁸⁵ Međutim, pokazalo se kako takva stroga objektivizacija mjerila nije primjerena u svim slučajevima zbog posebnosti svakog pojedinog slučaja. Primjena tog mjerila znači kako bi rast cijene od svega 9% u odnosu na cijenu prije objave olako isključio svojstvo povlaštenosti nekoj informaciji, to više ako bi se radilo o dionici koja nije likvidna odnosno kojom se dulje razdoblje nije trgovalo.⁸⁶ U tom slučaju bilo bi razumnije zaključiti kako rast cijene od svega nekoliko postotaka, uzimajući u obzir i nagli rast broja transakcija, objavljenoj informaciji ipak pridaje svojstvo

⁸⁰ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.135; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 11.

⁸¹ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 68; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 12.

⁸² Tako vidi t. 15. preambule Uredbe o zlouporabi tržišta. U tom smjeru također vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 14; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 26-27.

⁸³ Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 107.

⁸⁴ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.137; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 13; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 20.

⁸⁵ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.150. Za druge prijedloge određivanja značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 70-71. Za ranije stajalište njemačkog prava o pragu od barem 5% za dionice vidi Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 20.

⁸⁶ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.151.

povlaštenosti. U pogledu financijskih instrumenata kojima se redovito trguje, „značajan utjecaj“ na cijenu može predstavljati i manji rast cijene (npr. kod dionica koje su uvrštene na Vodeće tržište Zagrebačke burze). Konačno, određivanje takvog objektivnog mjerila (praga) znači kako se predmetni uvjet presudno veže uz *ex post* informaciju o kretanju cijene tržišta, a ne uz *ex ante* informacije koje su dostupne ulagatelju prigodom donošenja odluke o ulaganju, što je protivno izričaju Uredbe o zlouporabi tržišta. S obzirom na prethodno izneseno, značajni učinak na cijenu financijskog instrumenta svakako postoji kada bi se po objavi informacije cijena kolebala više nego što je to uobičajeno za taj financijski instrument.⁸⁷ Može se čak reći da će učinak na cijenu biti značajniji što razmatrana informacija više podriiva očekivanja tržišta. Pritom treba isključiti promjene cijene koje su posljedica uobičajenih kretanja na tržištu (npr. zbog djelovanja inflacije ili gospodarske krize), što se može postići analizom promjene cijena ostalih financijskih instrumenata.

Odredba čl. 7. st. 4. Uredbe o zlouporabi tržišta jasno određuje kako se postojanje predmetnog uvjeta procjenjuje prema informacijama koje bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju u financijske instrumente. Drugim riječima, u ovom pogledu uredba se odredila za pristup kod kojeg procjena ovisi o primjeni objektivnog standarda razumnog ulagatelja, a potom i o okolnostima svakog pojedinog slučaja.⁸⁸ Tako ponajprije treba procijeniti, primjenom pravila općeg životnog iskustva, ima li neka informacija, neovisno o ostalim okolnostima, objektivnu mogućnost značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta u trenutku kada je došlo do navodne zlouporabe.⁸⁹ Pritom treba zanemariti subjektivne stavove i tijek razmišljanja onih koji su poduzeli spornu transakciju.⁹⁰ Prema usporedivom stajalištu njemačkog prava to su informacije koje određenu tržišnu transakciju čine rentabilnom, odnosno transakcije kod kojih je očekivani povrat veći od oportunitetnog troška druge usporedive transakcije i troška vezanog uz provedbu predmetne transakcije.⁹¹ To može biti primjerice informacija o sklapanju važnog ugovora, otkriću važnog izuma, prijetećoj nesposobnosti za plaćanje ili o stečaju, smanjenju ili odustanku od isplate dividende.⁹² Drugim riječima, obuhvaćene su informacije koje razumnog ulagatelja potiču na kupnju ili prodaju određenog financijskog instrumenta, odnosno koje kod ulagatelja stvaraju poticaj za trgovanje (njem. *Handelsanreiz*).⁹³ Pritom je važno sagledavati navedene informacije u kontekstu drugih okolnosti, primjerice je li prethodno u javnost

⁸⁷ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 12; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 25.

⁸⁸ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 72.

⁸⁹ U tom smjeru vidi Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 11.

⁹⁰ Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 110.

⁹¹ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 12; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 28; Brellochs, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 87.

⁹² BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 12; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 11.

⁹³ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 10; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 182.

procurila najava smanjenja dividende u odnosu na ranija očekivanja ili sadržaj poslovnih rezultata prije objave financijskih izvješća izdavatelja. Ako su takve informacije prethodno bile poznate, može se očekivati da je tržište već reagiralo korekcijom cijene izdavateljevih financijskih instrumenata.⁹⁴ To znači kako se takve informacije ne mogu kvalificirati kao povlaštene jer više nemaju ranije razmatrani potencijal značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta. Shodno tomu, u pravilu treba isključiti manje promjene cijene financijskog instrumenta, čak i ako ulagatelj primjenom trgovinskih metoda (npr. *scalpinga*) može očekivati sigurnu dobit. S druge strane, ako je tržište po svojoj naravi nestabilno, čak ni veća promjena cijene ne mora značiti kako se radi o povlaštenoj informaciji.⁹⁵ Osim toga, moguće je da određena informacija može imati značajan utjecaj na cijenu jednog financijskog instrumenta (npr. dionice), ali ne i na neki drugi financijski instrument istog izdavatelja (npr. obveznicu) jer informacija ne utječe na cijenu obaju financijskih instrumenata jednako (npr. informacija o dobrim poslovnim rezultatima ne utječe na fiksirani iznos kamate imatelja obveznice, ali utječe na cijenu dionica istog izdavatelja).⁹⁶

Zbog djelovanja presude Suda Europske unije u predmetu *Lafonta* sporno je jesu li povlaštenom informacijom, koju bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju, obuhvaćene i informacije koje ulagatelju omogućuju procjenu kretanja cijene financijskog instrumenta.⁹⁷ Prema toj presudi mogućnost procjene kretanja cijene nije odlučna za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene. Mogućnost procjene kretanja cijene financijskog instrumenta svakako pridonosi jačanju vjerojatnosti da će razumni ulagatelj uzeti takvu informaciju u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju. Prema tome, ne treba oduzeti značaj informacijama koje omogućuju procjenu kretanja cijene financijskog instrumenta, kao ni informacijama koje to ne omogućuju (tzv. informacije kod kojih sigurno postoji učinak na cijenu, ali nije očito hoće li se ona povisiti ili smanjiti).⁹⁸ S druge strane, ako procjena razumnog ulagatelja upućuje na zaključak kako objava informacije može jednako dovesti i do rasta i do pada cijene financijskog instrumenta,

⁹⁴ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.144; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 30.

⁹⁵ Brellocks, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 87.

⁹⁶ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 12; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 25; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 183.

⁹⁷ U predmetu *Lafonta* Sud Europske unije iznio je kako Direktiva 2003/124 „... ne zahtijeva da informacija omogućava određivanje smjera kretanja cijena financijskih instrumenata o kojima je riječ. Naime, razumni ulagatelj može određenu informaciju uzeti u obzir kao osnovu za svoju odluku o ulaganju, tj. ona može udovoljiti uvjetu iz članka 1. stavka 2. spomenute direktive, čak i ako ta informacija ne omogućava predvidjeti određeni smjer kretanja cijena financijskih instrumenata o kojima je riječ“. Tako vidi C-628/13 *Lafonta* od 11. ožujka 2015., ECLI:EU:C:2015:162, Rbr. 34. Suprotno tome, navodi se kako je mogućnost procjene kretanja cijene odlučno za kvalifikaciju neke informacije kao povlaštene. Tako vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 74.

⁹⁸ U tom smjeru vidi Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., § 8 Insiderrecht Rbr. 55; Brellocks, M., u: *op. cit.* u bilj. 10, § 1. Insiderrecht Rbr. 43.

potrebno je umanjiti vjerojatnost da će razumni ulagatelj takvu informaciju uzeti u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju.

Upravo zbog svoje fleksibilnosti i širine mogućih čimbenika, procjena značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta stvara probleme u primjeni jer se adresati čl. 7. st. 4. Uredbe o zlouporabi tržišta ne mogu osloniti na pouzdano mjerilo. Shodno tomu, izneseno bi pravilo možda ipak trebalo *de lege ferenda* konkretizirati na način da se uspostavi set pragova za financijske instrumente s obzirom na njihovu prosječnu oscilaciju cijene u prethodnom trgovinskom razdoblju, a kod kojih bi se posljedično moglo pretpostaviti postojanje predmetnog uvjeta.⁹⁹ Tako utvrđen značajan utjecaj mogao bi se potom oboriti primjenom odlučnih elemenata koji počivaju na primjeni standarda razumnog ulagatelja, a svakako i posebnih okolnosti svakog pojedinog slučaja (npr. je li promjeni cijene pridonijelo djelovanje nekih drugih okolnosti, kao što je kriza na tržištu kapitala, te bi li bez djelovanja tih okolnosti rast cijene bio ispod propisanog praga). Alternativno, odredbu čl. 7. st. 4. Uredbe o zlouporabi tržišta valjalo bi svakako *de lege lata* tumačiti na način da predmetni uvjet podrazumijeva informacije koje imaju potencijal izazvati promjenu cijene financijskog instrumenta koja se ne može opravdati uobičajenim tržišnim kretanjima.¹⁰⁰ Takvo rješenje uzima u obzir specifičnosti kretanja tržišnih cijena u određenim industrijama (npr. kretanje cijene u IT industriji je redovito nepredvidljivije od cijene u tradicionalnim industrijama). Pritom ne treba bježati od analize kretanja cijene drugih usporedivih financijskih instrumenata jer ona omogućuje utvrđivanje uobičajenog kretanja cijene (npr. ako istodobno dođe do rasta cijene više usporedivih financijskih instrumenata, vjerojatno neće biti riječ o okolnostima ili događajima koji se odnose na određenog izdavatelja).¹⁰¹ Takvo rješenje ne čudi jer mnogobrojni automatizirani sustavi kontrole i nadzora trgovanja na burzama, među ostalim, počivaju na analizi kretanja cijene usporedivih financijskih instrumenata radi otkrivanja eventualnih zlouporaba.

U slučaju kada se informacija odnosi na budući događaj, značajnost utjecaja takve informacije na cijenu financijskog instrumenta ovisi o procjeni vjerojatnosti nastupa tog događaja.¹⁰² Prema odluci u presudi Suda Europske unije u predmetu *Geltl* isto se primjenjuje na informacije koje se odnose na međukorak u dugotrajnom procesu kojega je svrha uzrokovati nastanak neke krajnje okolnosti ili događaja koji može imati značajan utjecaj na cijenu financijskog instrumenta.¹⁰³ To znači kako informacije koje se odnose na međukorak također mogu posredno imati takav utjecaj na cijenu financijskog instrumenta, zbog čega se mogu kvalificirati kao

⁹⁹ U tom smjeru vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 73.

¹⁰⁰ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.152, 6.155.

¹⁰¹ Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.156.

¹⁰² Više o tome vidi ranije pod „3. Preciznost informacije“.

¹⁰³ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 75; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 6; Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 12.

povlaštene informacije.¹⁰⁴ Takva je primjerice informacija o početku pregovora o preuzimanju određenog trgovačkog društva, pokretanju postupka zbog povrede tržišnog natjecanja, odluci uprave o namjeri povećanja temeljnog kapitala društva izdavanjem novih dionica ili pokretanju postupka za odobrenje novog lijeka pred regulatornim tijelom, jer takva informacija ne znači i da će se ostvariti krajnji cilj (preuzimanje, izricanje kazne zbog povrede tržišnog natjecanja, povećanje temeljnog kapitala ili odobrenje lijeka).¹⁰⁵ Nakon takve odluke u predmetu *Geltl* izneseno je odredbom čl. 7. st. 2. i st. 3. Uredbe o zlouporabi tržišta potvrdio i europski zakonodavac. Značajnost utjecaja na cijenu financijskog instrumenta ponajprije ovisi o važnosti takve okolnosti ili događaja za izdavatelja i njegovo poslovanje, a potom i o vjerojatnosti nastupa krajnje okolnosti ili događaja u dugotrajnom procesu.¹⁰⁶ Što je veća važnost krajnje okolnosti ili događaja, a potom i vjerojatnost nastupa (načelno 50% plus da će nastupiti), to je izglednije da će razumni ulagatelj informaciju o međukoraku uzeti u obzir pri donošenju odluke o ulaganju, zbog čega će ona također imati značajan učinak na cijenu financijskog instrumenta.¹⁰⁷ Prema tome, iako to ne mora uvijek biti tako, značajnost učinka na cijenu međukoraka u dugotrajnom procesu redovito ovisi o učinku krajnje okolnosti ili događaja u tom procesu.¹⁰⁸ Objava informacije o tome da su pojedini članovi uprave izdavatelja samo općenito raspravljali o mogućnosti preuzimanja drugog trgovačkog društva vjerojatno neće imati značajan utjecaj na cijenu financijskih instrumenata izdavatelja jer je postizanje tog cilja (preuzimanja drugog društva) još izrazito neizvjesno.¹⁰⁹ S druge strane, informacija o postizanju visoke razine

¹⁰⁴ C-19/11 *Geltl* od 28. lipnja 2012., ECLI:EU:C:2012:397, Rbr. 38.

¹⁰⁵ Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 10; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 78; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 49; Merkner, A.; Sustmann, M.; Retsch, A., *op. cit.* u bilj. 31., str. 1200.

¹⁰⁶ Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 6.

¹⁰⁷ U tom smjeru, u pogledu vjerojatnosti nastupa, vidi odluku njemačkog BGH II ZB 7/09 od 23. travnja 2013.; Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 75; BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 13 – 14; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 73. U vezi s vjerojatnosti nastupa nameće se pitanje je li u svakoj situaciji opravdana vjerojatnost nastupa od 50% plus. Postoje važne krajnje okolnosti ili događaji koje mogu imati izrazit značajan učinak na cijenu financijskog instrumenta izdavatelja. U takvoj bi situaciji ipak trebalo razmotriti snižavanje praga od 50% plus jer će razumni ulagatelj, zbog izrazitog potencijalnog učinka na cijenu financijskog instrumenta, informaciju o tome uzeti u obzir pri donošenju odluke o ulaganju čak i ako nije vjerojatno da će krajnji događaj ili okolnost nastupiti. U tom smjeru vidi Bekritsky, G., *op. cit.* u bilj. 77., str. 1961 – 1962.

¹⁰⁸ Tako je moguće da početni razgovori o promjeni člana uprave izdavatelja mogu biti povlaštena informacija koja je neovisna od krajnje okolnosti ili događaja (npr. ako najava promjene člana uprave ujedno predstavlja i najavu važne promjene poslovne politike izdavatelja). Drugim riječima, moguće je da pojedini međukoraci predstavljaju povlaštene informacije koje samostalno ispunjavaju sve uvjete za takvu kvalifikaciju. Tada svaki međukorak mora sadržavati nove informacije koje mogu imati novi značajan učinak na cijenu financijskog instrumenta. Tako vidi Poelzig, D., u: *op. cit.* u bilj. 12., Marktmissbrauchs-VO Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 35; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 74; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 52-54. Ako nije riječ o budućoj okolnosti ili događaju, logično nije potrebno raditi procjenu vjerojatnost nastupa takve okolnosti ili događaja. Tako vidi Bekritsky, G., *op. cit.* u bilj. 77., str. 1962.

¹⁰⁹ U tom smjeru vidi Clarke, S., *op. cit.* u bilj. 2., Rbr. 6.139.

suglasnosti o važnim sastojcima ugovora o preuzimanju ciljnog društva za trajanja pregovora može imati takav utjecaj na cijenu financijskih instrumenata izdavatelja. U pravilu se smatra kako i početni konkretni koraci u postupku preuzimanja dioničkog društva predstavljaju informacije koje mogu značajno utjecati na cijenu financijskog instrumenta, čak i kada cijena preuzimanja još nije dogovorena.¹¹⁰ S druge strane, pokretanje postupka zbog povrede tržišnog natjecanja imat će takav učinak samo iznimno (npr. ako je prijeteća novčana kazna visoka, ako je protiv izdavatelja u povodu iste stvari postavljen i odštetni zahtjev, ako je neki od drugih sudionika zabranjenog sporazuma pristupio pokajničkom programu).¹¹¹ Važno je zapravo da vjerojatnost nastupa krajnje okolnosti odnosno događaja nije nemoguća ili da nije riječ o izrazito maloj vjerojatnosti takvog nastupa.¹¹² Ako je međukorak buduća okolnost ili događaj, onda se, uz navedena pravila o njegovu značaju u dugotrajnom procesu, na međukorak primjenjuje i pravilo o procjeni vjerojatnosti njegova nastupa.¹¹³

U poslovnoj se praksi redovito nameće i pitanje učinka glasine na cijenu financijskog instrumenta izdavatelja. Glasina je neprovjerena vijest ili informacija koja se redovito sastoji od vrijednosnih ocjena spekulativne naravi koje mogu počivati na istini.¹¹⁴ Shodno tomu, glasine koje su barem dijelom istinite ili barem tako procijenjene mogu biti precizne zbog čega mogu imati i značajan učinak na cijenu financijskog instrumenta.¹¹⁵ Hoće li neka glasina imati takav učinak ovisi o procjeni niza okolnosti: pouzdanost izvora glasine, provjerljivost ostalih činjenica koje se vežu uz glasinu, je li se sadržaj glasine izmijenio, koja je blizina izvora glasine prema izdavatelju ili upućenim osobama izdavatelja, koja je detaljnost sadržaja glasine, kakva je bila reakcija ostalih adresata glasine, koje je gospodarsko stanje izdavatelja i industrije u kojoj izdavatelj djeluje, kao i općenito stanje tržišta.¹¹⁶ Glasine se rijetko kvalificiraju kao povlaštene informacije jer redovito počivaju na nepouzdanom izvoru, a zbog čega je sadržana informacija redovito neistinita i neprecizna.¹¹⁷ Glasine koje se smatraju neistinitima i nepreciznima nemaju učinak na cijenu financijskog instrumenta jer ih ulagatelj ne uzima u obzir prigodom donošenja odluke o ulaganju. Uz to, osim što po svojoj naravi glasinu prati spekulativan (nepouzdan) glas, redovito ju obilježava i brzina prijenosa. To

¹¹⁰ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 13-14; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 76-77.

¹¹¹ Merkner, A.; Sustmann, M.; Retsch, A., *op. cit.* u bilj. 31., str. 1201.

¹¹² Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 75.

¹¹³ Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 50, 54.

¹¹⁴ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 34-35.

¹¹⁵ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 35; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 7; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 79-80.

¹¹⁶ BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020, str. 14; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 7; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 167.

¹¹⁷ Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 36; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 166.

znači kako svojstvo povlaštene informacije može izostati i stoga što je glasina brzo postala javno dostupna sudionicima na tržištu kapitala. Prema tome, glasine u pravilu neće imati značaj povlaštene informacije.

7. ZAKLJUČAK

Iz svega iznesenoga može se steći dojam da su pravila koja uređuju povlaštene informacije jedno *pulp fiction* djelo koje nije u potpunosti doraslo zahtjevima pravne sigurnosti, a potom i svakodnevnog trgovanja na uređenom tržištu. Čini se kako je to posljedica dvaju razloga, ponajprije uvjeta koji se redovito međusobno preklapaju (npr. uvjeta preciznosti i značajnog utjecaja na cijenu financijskog instrumenta), a potom i previše apstraktno određenih pravila kojih primjena i tumačenje variraju od slučaja do slučaja, a potom i od države članice do države članice. Tako postavljena pravila stvaraju niz problema u primjeni jer se mnogobrojne procjene važne za utvrđenje postojanja nekog uvjeta donose gotovo pa diskrecijski. Razumljivo je da ne postoji savršena pravna norma koja može obuhvatiti sve zamislive situacije do kojih može doći na uređenom tržištu. Unatoč tomu, ne može se oteti dojmu kako cijeli sustav uređenja pojma povlaštene informacije zahtijeva potpuno resetiranje i uspostavu novih koherentnijih i jednostavnijih pravila na temelju stečenog iskustava.

U radu se daje nekoliko *de lege ferenda* i *de lege lata* prijedloga koji mogu pomoći u dokidanju nekih logičkih nejasnoća i u usklađivanju s novim zahtjevima trgovanja na uređenom tržištu. Izneseno svakako može pomoći u boljem razumijevanju postojećeg pravnog uređenja povlaštenih informacija te shodno tomu pridonijeti boljem razumijevanju zlorabe povlaštenih informacija i rastu opće ulagačke kulture na domaćem uređenom tržištu.

Osim toga, treba naglasiti kako su se kroz praksu poredbenih prava informacije o nekim okolnostima ili događajima iskristalizirale kao informacije koje se redovito kvalificiraju kao povlaštene. Pritom treba ipak imati na umu kako konačna kvalifikacija neke informacije kao povlaštene ovisi o ispunjenju svih uvjeta iz čl. 7. st. 1. t. (a) Uredbe o zlorabi tržišta, a s obzirom na okolnosti svakog pojedinog slučaja. Također treba naglasiti kako nije riječ o iscrpnom popisu informacija koje redovito imaju takav učinak, no popis svakako može biti od instruktivne pomoći prigodom inicijalne kvalifikacije povlaštenosti neke informacije. Takve se informacije odnose na sljedeće okolnosti ili događaje:

- statusne promjene (npr. pripajanje, spajanje i podjelu);
- prodaja poduzeća ili pogona;
- kupnja ili otvaranje novog pogona;
- sklapanje poduzetničkog ugovora s drugom osobom (npr. ugovora o vođenju poslova društva);
- važnije korporativne aktivnosti (npr. povećanje ili smanjenje temeljnog kapitala, odluka o stjecanju vlastitih dionica);

- stjecanje ili otuđivanje važne imovine (npr. prodaja vrijedne nekretnine u vlasništvu izdavatelja);
- osnivanje društva kćeri;
- promjena stope dividende;
- otkaz ili ostavka ključnih osoba (npr. predsjednika uprave ili voditelja razvojnog odjela);
- prijeteća nesposobnost urednog plaćanja ili stečaja;
- prijeteća tužba koja može imati značajan negativan utjecaj na poslovanje;
- neočekivana promjena revizora društva;
- odluka o povlačenju izdavateljevih dionica s uređenog tržišta;
- važno otkriće, stjecanje ili neočekivani gubitak važne licence;
- sklapanje ili raskid ugovora koji može imati značajan utjecaj na poslovanje;
- stečaj velikog dužnika ili važnog poslovnog partnera izdavatelja;
- neočekivani značajni rashod ili prihod (npr. zbog otkrića novog naftnog polja na koncesioniranom području);
- revizorsko odbijanje potvrde ili stavljanja znatnih rezervi u financijski izvještaj;
- ...¹¹⁸

POPIS LITERATURE

Izvori pravne književnosti

1. Assmann, H.; Schütze, R., A.; Buck-Heeb, P., *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 5. Auflage, Nördlingen, 2020.
2. Bekritsky, G., *Die Insiderinformation im Lichte des neuen Emittentenleitfadens*, WM 2020 Heft 42, str. 1959 – 1968.
3. Clarke, S., *Insider Dealing*, Law and Practice, 2nd Ed., New York, 2020.
4. Cloppenburg, M.; Kruse, D., *Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten*, WM 2007 Heft 24, str. 1109 – 1115.
5. Ebenroth, C.; T., Joost, D.; Boujong, K.; Strohn, L., *Handelsgesetzbuch*, Band 2, §§ 343-475h, 4. Auflage, München, 2020.
6. Habersack, M.; Mülbart, P. O.; Schlitt, M., *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, 3. Auflage, Nördlingen, 2020.
7. Hopt, K. J., *Handelsgesetzbuch*, 41. Auflage, München 2022.
8. Knauth, O., *Kreditratings, deren Verbreitung und Behandlung als Insiderinformation nach MAR und EU-RatingVO*, WM 2022 Heft 15, str. 704 – 714.

¹¹⁸ U tom smjeru vidi Hilgendorf, E.; Kusche, C., u: *op. cit.* u bilj. 5., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 77; Kumpan, C., u: *op. cit.* u bilj. 9., MAR Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 16; Buck-Heeb, P., u: *op. cit.* u bilj. 9., §8 Insiderrecht Rbr. 126; Kumpan, C.; Misterek, R., u: *op. cit.* u bilj. 7., VO (EU) 596/2014 Art. 7 Insiderinformationen Rbr. 202.

9. Merkner, A.; Sustmann, M.; Retsch, A., *Das Spannungsverhältnis zwischen der kapitalmarktrechtlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht und kartellrechtlichen Kronzeugenprogrammen*, NZG 2021, str. 1198 – 1208.
10. Möllers, M., J., T., Schauer, P., J., *Twitternde Vorstandsmitglieder und die Fallstricke des Kapitalmarktrechts*, NZG 2021, str. 1333 – 1340.
11. Park, T., *Kapitalmarkt-strafrecht*, Handkommentar, 5. Auflage, Baden-Baden 2020.
12. Schwark, E.; Zimmer, D., *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 5. Auflage, Nördlingen 2020.

Ostali izvori

1. BaFin, Issuer Guidelines, Module C, Requirements based on the Market Abuse Directive (MAR), 25 March 2020.
2. C-19/11 Geltl od 28. lipnja 2012., ECLI:EU:C:2012:397
3. C-628/13 Lafonta od 11. ožujka 2015., ECLI:EU:C:2015:162
4. Criminal Justice Act-a iz 1993 (UK)
5. ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28 September 2015, ESMA / 2015 / 1455
6. Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06–562b, July 2007.
7. Provedbene uredbe Komisije (EU) 2016/1055 od 29. lipnja 2016. Provedbena uredba Komisije (EU) 2016/1055 od 29. lipnja 2016. o utvrđivanju provedbenih tehničkih standarda u vezi s tehničkim sredstvima odgovarajućeg javnog objavljivanja povlaštenih informacija i odgađanja javnog objavljivanja povlaštenih informacija u skladu s Uredbom (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća (Tekst značajan za EGP), OJ L 173, 30. 6. 2016.
8. Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ, SL L 173, 12. 6. 2014.
9. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine br. 65/2018, 17/2020, 83/2021, 151/2022.
10. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine br. 88/2008, 146/2008, 74/2009, 54/2013, 159/2013, 18/2015, 110/2015, 123/2016, 131/2017, 65/2018.

THE CONCEPT OF INSIDER INFORMATION

One can easily say that insider information represents information that gives its user an advantage before other market participants when making an investment decision (e.g. information on the made takeover bid for the issuer's shares). Such an advantage is regularly reflected in the financial benefit that the user of such information achieves by selling or buying the issuer's financial instruments. It should be noted that information asymmetry always exists in the capital market because at least higher management of the issuer (insiders) have price-sensitive information. However, in order to protect transparency and strengthen confidence in trading on the regulated capital market, any abuse of such information is prohibited. The capital market in Croatia is no exception. However, if there were any such cases, one could presume that they are very rare. This does not mean that such abuses do not occur. This can probably be attributed to an insufficiently developed investment culture, and then to insufficient regulatory knowledge and general lack of trading experience. Accordingly, the purpose of this paper is to start from the beginning by conceptually elaborating upon the term of "inside information" and thereby, hopefully, encouraging capital market participants to be more careful with the use of such information.

Key words: *insider information, regulated market, trading, abuse of capital market*