

Dr Sonja Bunčić\*

UDK: 347.728.1.028(4-672EU)  
659.23

str. 97-108.

## SUBJEKTI INSIDER DEALING-A I NJIHOVA ODGOVORNOST U PRAVU EU

### 1. POJAM INSIDERA

Utvrđivanje kruga lica koja se smatraju licima čije učešće u poslovima na finansijskom tržištu narušava poverenje investitora, s obzirom na neravnopravne uslove zaključivanja posla, jeste jedno od ključnih pitanja insider dealinga.<sup>1</sup> Utvrditi koliko daleko treba da doseže taj krug, bilo je jedno od najinspirativnijih pitanja u ovoj oblasti sredinom prošlog veka. Donošenjem Uputstva 89/592/EEC<sup>2</sup> poznatom pod nazivom *Insider Dealing Directive* (u daljem tekstu koristićemo skraćenicu IDD) u okviru Evropske unije odnosno tadašnje Evropske ekonomske zajednice posle mnogo godina usaglašavanja, otvorio se put ka stvaranju ujednačenog definisanja položaja insidera.

Veliki broj zemalja je po donošenju ovog Uputstva po prvi put regulisao pitanje insider-a (među kojima je i Srbija) dok je manji broj njih svoju postojeću regulativu harmonizovao. Ubrzo je ocenjeno da u uslovima stalnog razvoja povezanog finansijskog tržišta IDD ne može adekvatno da odgovori na nove

---

\* Docent Fakulteta za pravne i poslovne studije u Novom Sadu.

1 Detaljniji osvrt na pitanje utvrđivanja kruga lica vidi: Arsić, Z., *Insider trading, Pravo i privreda*, Beograd, br.1-2/96 str. 9,10.

2 Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, OJL334,18/11/1989

pojavnne oblike zloupotreba na tržištu. Dat je predlog za donošenje nove Direktive koja je usvojena 2003 godine i regulisala je dva oblika zloupotrebe Insider dealing i market abuse – zloupotrebu tržišta. (Directive 2003/6/EC) poznatu pod nazivom *Market Abuse Directive* ( u daljem tekstu *MAD*).<sup>3</sup>

Cilj ovog rada je da utvrdi sličnost i razlike pravnog regulisanja insider-a u evropskim Uputstvima. Upoređenje definisanja kruga insidera, zabranjenih radnji i propisanih sankcija ima za cilj da se utvrdi sličnost i razlike kao i tendencije u regulisanju pitanja insider dealinga.

### 1.1. Pojam insider-a u IDD

IDD je razlikovala primarne i sekundarne insider-e, pri čemu se u grupi primarnih insider-a njihovo grupisanje podelilo u tri podgrupe.<sup>4</sup>

U prvu grupu primarnih insider-a uvedena su lica za koje se smatralo da raspolazu privilegovanim informacijama s obzirom na funkciju koju obavljaju u društvu izdavaoca. To su ukratko, članovi upravnog i nadzornog odbora.

U drugu grupu uključena su lica koja učestvuju u osnovnom kapitalu društva izdavaoca, dakle, akcionari društva. Prema IDD visina udela kojom se učestvuje u kapitalu društva nije mera koja određuje akcionara kao insider-a.<sup>5</sup>

U treću grupu ulazila su lica koja su za privilegovane informacije saznala prilikom objavljivanja svojih radnih zadataka i profesija. Ovim licima smatraju se službenici kompanije kao i svi zaposleni u njoj. Pored ovih lica u ovu kategoriju ulaze i ona koja su izvan kompanije, ali po prirodi svoje profesije dolaze u kontakt sa podacima izdavaoca i imaju različite informacije. To su najčešće računovođe, advokati, revizori bankari a ponekad i novinari.

Prema IDD, primarni insider može biti i pravno lice, pri čemu su pravila zabrane upućena na fizička lica u društvu koja su učestvovala u donošenju odluka o kupovini ili prodaji hartija za račun tog pravnog lica.<sup>6</sup>

Pored grupe primarnih insider-a postojali su i sekundarni insider-i. To su lica koja su u posedu odnosno za koja se smatra da su u posedu privilegovanih

---

<sup>3</sup> Directive 2003/6 EC of European Parliament and Council of 28 January on Insider Dealing and Market Manipulation ( market abuse) OJ 096/ 12.04.2003

<sup>4</sup> Član 2 (1) IDD

<sup>5</sup> Prema prihvaćenom stavu smatra se da lica koja poseduju manje od 10 % akcija ne raspolazu privilegovanim informacijama, što je najčešće izražavano u stavovima SAD

<sup>6</sup> Član 2 (2) IDD

informacija (*full knowledge*) a do tih informacija su na direktan ili indirektan način došli od primarnih insider-a (tzv. tippees). Ali i svako lice koje je informaciju na drugi način steklo, a ne od primarnih insider-a, uključeno je u lanac zabrane zloupotrebe privilegovanih informacija.

## 1.2. Pojam insider-a prema MAD

Pojam insider-a je na poseban način određen novim Uputstvom EU (Directive 2003/6/EC) poznatom pod nazivom *Market Abuse Directive* (u daljem tekstu korist ćemo skraćenicu MAD).

Za razliku od IDD, u novoj direktivi (MAD) podela lica koja raspolažu privilegovanim informacijama na primarne i sekundarne insider-e je u suštini nestala. Zabrana raspolaganja privilegovanim informacijama odnosi se jednako na sva lica bez obzira u koju bi se grupu mogla razvrstati.

U do tada tradicionalnu grupu pravih, dakle, primarnih insider-a MAD je uneo novine tako što ih je na širi način definisao.

Članom 2. MAD stavom 2. zabranu datu u stavu 1. primenio je posebno na lica

- a) koja raspolažu privilegovanim informacijama s obzirom na to da imaju svojstvo člana upravnog ili nadzornog odbora kod emitenta
- b) koja raspolažu privilegovanim informacijama s obzirom na svoj status koji stiču posedovanjem dela kapitala emitenta,
- c) koja raspolažu povlašćenim informacijama s obzirom da do njih mogu doći obavljajući svoje radne zadatke , u vršenju svoje profesije ili u vršenju svoje funkcije
- d) počinioci krivičnih dela

Tačka 2 člana 2 ovaj krug lica proširuje i na pravna lica<sup>7</sup> kao i kod ranije datog rešenja ova zabrana se odnosi na fizička lica unutar pravnog lica koja su učestvovala u donošenju odluka koje se odnose na transakcije za račun tog pravnog lica. Interesantno je da je u pravu Velike Britanije, *Criminal Justice Act*

---

<sup>7</sup> To mogu biti revizorske kuće, društva koja se bave veštačenjima , udružene advokatske kancelarije , konsultantska društva isl.

regulisao ovu zabranu i ona se primenjivala samo na fizička lica, međutim sad se zabrana automatski primenjuje i na pravno lice.<sup>8</sup>

Član 4. MAD je srušio barijeru između primarnih i sekundarnih insider-a i doveo ih u ravnopravan položaj. Za razliku od ranije ustanovljene *full knowledge*, dakle, pune svesti koja je važila za sekundarne insider-e u pogledu odgovornosti za raspolaganje privilegovanom informacijom, novo Uputstvo je pooštrilo odgovornost sekundarnih insider-a i izjednačilo je sa odgovornošću primarnih. U članu 4. određuje se da je dovoljno za odgovornost da je lice znalo ili čak moralo znati da se radi o privilegovanoj informaciji. Takođe, za razliku od ranije naglašenog značaja izvora informacije za sekundarne insider-e (direktno ili indirektno stečenih od primarnog insider-a) sada izvor saznanja informacija uopšte nije bitan. Dakle, zabrani podležu jednako sve dotadašnje grupe (primarni i sekundarni insider-i) što znači da je stepen borbe protiv neravnopravnog položaja učesnika na tržištu podignut na novi, viši nivo.

Uprkos vidljivim naporima da se unapredi i precizira tačan krug lica odgovornih za raspolaganje privilegovanim informacijama pojedina pitanja ostala su nerazjašnjena. Naročito, pitanje pretpostavke o poznavanju privilegovanih informacija koje je vezano i za pitanje odgovornosti pojedinih lica. Ono dotiče pitanje da li se radi o apsolutnoj ili o relativnoj pretpostavci, odnosno da li pretpostavka znanja informacija jednako može da se primeni na sve grupe insider-a.<sup>9</sup> Odgovornost insidera odnosno pojedinih grupa lica u koje su razvrstani vezano je i za postojanje pretpostavke znanja o privilegovanim informacijama. Tako se razvrstavanjem članova uprave i nadzornog odbora u posebnu grupu insidera, dolazi do zaključka da se na njih odnosi presumpcija znanja o informacijama i da snose teret dokazivanja suprotnog.<sup>10</sup>

Da li se ovo pravilo dokazivanja treba primeniti i na ostale grupe insider-a, na primer na akcionare. Pitanja nisu jasno razrešena ali bi svakako trebalo prihvatiti da je pretpostavka znanja privilegovanih informacija povezana sa upravljačkom strukturom i trebala bi biti oboriva. Međutim, kad su u pitanju

---

8 V. član S.52 CJA i komentar dat u J.Welch, Panier M, Comparative Implementation of EU Directives (I)- Insider dealing and Market abuse, The British Institute of international and Comparative law, London, 2005 str.17.

9 V. Čulinović -Herc, Zluoporabe na tržištu vrijednosnih papira- nova europska smjernica i Zakon o tržištu vrijednosnih papira, Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, broj 2/ 2004, str 760.

10 U francuskom pravu nije moguće da menadžer dokaže da nije raspolagao privilegovanom informacijom. Vidi Gaillard/Pignel, Les operations d'inities dans la Communauté économique européenne, R.T.d.E.,1990, 337

akcionari, onda je pretpostavka znanja privilegovane informacije svakako u srazmeri sa visinom udela koji poseduju.<sup>11</sup>

## 2. ZABRANJENE RADNJE

IDD, kao što smo ranije naglasili, pravi razliku između primarnih i sekundarnih insider-a i na toj osnovi je propisana lista zabranjenih radnji koje su zajedničke za sve insider-e i gradaciju između prve i druge grupe. Ključno pitanje u definisanju zabranjenih radnji je stav insider-a prema radnji koju preduzima.

IDD zabranjuje svakom insider-u da se koristi prednostima poznavanja povlašćenih informacija i generalno to se pravilo primenjuje na primarne i sekundarne insider-e.

Uvođenje izraza « korišćenje prednosti » ukazuje da je moguće primeniti zabranjene radnje na sve oblike insider dealinga. Zabrana se primenjuje pod uslovom da je insider imao punu svest o prirodi informacije (*Full Knowledge of the facts*) što nadalje znači da bi standard (*full knowledge*) bio zadovoljen uvek kada postoji svest o tome da se posao zaključuje na osnovu informacije koja ima karakter privilegovane.

Zabranjene radnje odnose se na kupovinu i prodaju na osnovu privilegovanih informacija. Pri tome jednako je tretirana kupovina i prodaja u svoje ime i za svoj račun i kupovina u ime i za račun trećeg lica. Takođe je nebitna činjenica da li se kupovina ili prodaja odnosi na hartije jednog ili više emitenata. Da bi transakcija bila pod udarom zabrana dovoljno je da se odvija putem posrednika profesionalaca.<sup>12</sup>

Članom 3 IDD utvrđene su zabranjene radnje za primarne insidere i to:

-zabrana iznošenja privilegovane informacije trećim licima, osim u slučaju da je iznošenje informacija načinjeno u okviru normalnog obima obavljanja njihovih radnih zadataka, profesije ili dužnosti.<sup>13</sup>

---

11 V. Čulinović- Herc, INSIDER TRADING – europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu broj 3/ 2000.,str.317

12 Član 2 (3) IDD

13 Uvođenje mogućnosti oslobođenja od zabrane iznošenja privilegovanih informacija ukoliko su one učinjene u okviru normalnog obavljanja radnih obaveza unelo je potpunu zabunu. Utvrditi granicu između normalnog obavljanja dužnosti i eventualnog prekoračenja

-zabrana davanja saveta trećim licima za kupovinu i prodaju hartija od vrednosti ukoliko bi se savet zasnivao na privilegovanoj informaciji. Pored toga zahteva se da su hartije od vrednosti uključene na organizovano tržište države članice.

U novoj direktivi MAD iz 2003 godine u pogledu zabranjenih radnji svakom insideru ( primarnom i sekundarnom ) koji ima privilegovanu informaciju zabranjuje se korišćenje te informacije, odnosno da na osnovu te informacije neposredno ili posredno, stiče ili otuđuje, ili pokuša steći ili otuđiti finansijski instrument na koji se ta informacija odnosi, bilo za svoj račun ili za račun trećeg lica<sup>14</sup>. U odnosu na rešenje u IDD potpuno je izostavljeno «korišćenje prednosti» i postojanje svesti da se radi o privilegovanoj informaciji. Dovoljno je da su znali ili morali znati da se radi o privilegovanoj informaciji.

U pogledu određenja zabranjenih radnji prošireno je *polje primene* sa hartija od vrednosti na finansijske instrumente.<sup>15</sup>Zabranjene radnje odnose se ne samo na transakcije hartijama od vrednosti nego i različitim finansijskim i robnim derivatima i udelima u investicionim fondovima.

Član 3. MAD dao je potpunije navode šta sve čini zabranjenu radnju:

1. iznošenje privilegovane informacije drugim licima, osim ako do iznošenja dođe u okviru normalnog obavljanja svojih radnih zadataka, profesije ili dužnosti
2. davanje preporuka drugim licima, savetovanje, ili podsticanje drugih da na osnovu privilegovane informacije stiču ili otuđe finansijski instrument na koji se informacija odnosi.

U odnosu na ranije data rešenja u novoj direktivi nisu primetne bitne razlike u odnosu na zabranjene radnje. Jedino što razlikuje dotadašnje od novog definisanja radnji su tehnički preciznije formulisani izrazi ( npr. umesto “third party” uveden je “ izraz other person” i sl.).

---

tog nivoa stvara nepremostive razlike u mogućnosti rimene u različitim zakonodavstvima, tako da se vrlo brzo ovaj standard pokazao neuspelim i neostvarivim.

<sup>14</sup> Član 2 MAD

<sup>15</sup> U članu 1 tačka 2 IDD određuje se pojam hartija od vrednosti na koje se odnose privilegovane informacije. Proizlazi da se pored hartija od vrednosti u užem smislu (akcije, dužničke hartije, hartije koji su ekvivalenti akcijama i dužničkim hartijama, ugovori i prava po tim ugovorima) ove privilegovane informacije odnose i na prenosive opcije, kao i na tzv. Fixed term financial instruments. Zajedničko za sve finansijske instrumente je da su uključeni na uređeno tržište koje je pod kontrolom ovlašćenih organa i koje je direktno ili indirektno dostupno javnosti.

### 3. IZUZECI OD ZABRANE

Krug lica koja su ograničena zabranjenim radnjama u slučaju raspolaganja privilegovanim informacijama je utvrđen, i kao što smo videli, prilično široko postavljen. Međutim, u oba Uputstva istaknuti su izuzeci kod kojih je moguće vršenje « zabranjenih radnji».

To je prvenstveno izuzetak koji se odnosi na državu, kao učesnika na finasijskom tržištu radi zaštite ekonomskih interesa i suvereniteta samih država i izuzetak se odnosi na lica koja moraju da razotkriju privilegovanu informaciju u okviru normalnog obavljanja radnih zadataka ili funkcija.

Prvi izuzetak bio je regulisan članom 2(4) IDD koji izuzima primenu pravila o zabrani transakcije koju sprovodi država u cilju sprovođenja monetarne politike, kao i transakcije od strane centralnih banka ili drugih organa koji imaju ovlašćenja da postupaju u ime države, a sve u cilju sprovođenja monetarne politike. Države imaju mogućnost da prošire ovaj navedeni izuzetak i na svoje teritorijalne jedinice i slične organe lokalne vlasti u slučaju da se radi o upravljanju njihovim javnim dugom.

Istovetno rešenje zadržalo je i novo Uputstvo (MAD) u članu 7. Izuzimanje od zabrane je novim Uputstvom u članu 2 stav 3 prošireno i na transakcije kojima se stiču ili otuđuju finasijski instrumenti ako se te transakcije preduzimaju radi izvršenja dospele obaveze koja proizlazi iz ugovora koji je zaključen pre nego što je lice saznalo odnosno došlo do saznanja o povlašćenim informacijama.

Drugi izuzetak odnosi se na dopuštenost iznošenja privilegovanih informacija tokom normalnog obavljanja radnih zadataka ili funkcija. U rešenjima oba Uputstva<sup>16</sup> naglašen je izuzetak primene zabrane za lica koja razotkriju privilegovanu informaciju u toku normalnog obavljanja radnih zadataka, profesije ili funkcija. Osnovni problem kod uvođenja ovog izuzetka je tumačenje pravnog standarda «normalno obavljanje» (normal exercise). Da li tumačenje može da se zadrži na samo konkretno izvršenim obavezama kod vršenja radnih zadataka ili ga treba postaviti tako široko da obuhvati sva ponašanja koja bi značila ispravno funkcionisanje društva u celini.<sup>17</sup>

Kako problem tumačenja navedenog pravnog standarda nije našao odgovor, pružena je mogućnost zaštite u slučaju namernog ali i nenamernog

---

<sup>16</sup> Član IDD i Član 3 MAD

<sup>17</sup> ASSMAN, H-D, The Impact of Insider Trading Rules on Company Law; navedeno prema Čulinović -Herc., *op.cit.*, str. 762.

razotkrivanja privilegovane informacije u toku normalnog obavljanja radnih zadataka. Član 6 stav 3 MAD predviđa da se u slučaju namernog otkrivanja privilegovane informacije ona mora u potpunosti i na valjan način objaviti javnosti istovremeno sa njenim razotkrivanjem, odnosno hitno kod nenamernih slučajeva. Kada je informaciju dobilo lice koje je obavezano na čuvanje tajne, emitent nema obavezu objavljivanja.

#### 4. OBAVEZA OBJAVLJIVANJA PRIVILEGOVANIH INFORMACIJA

IDD propisuje preventivne mere u sprečavanju insider dealinga. Ove mere podrazumevaju obavezu izdavaoca da stalno i u pravo vreme vrše objavljivanje informacija. Ove informacije podrazumevaju sve informacije koje se tiču značajnijih promena unutar društva koje bi mogle imati cenovni uticaj na hartije kojima se trguje na berzi. U slučaju da bi ove informacije njihovim objavljivanjem ugrozile legitimne interese društva, na njegov zahtev nadležno telo moglo bi osloboditi izdavaoca navedene obaveze.

MAD je uvela značajne izmene u pogledu obaveze objavljivanja informacija od strane javnih društava. Države članice moraju osigurati da izdavaoci finasijskih instrumenata obaveštavaju javnost što je brže moguće (znači u što kraćem roku) o privilegovanim informacijama koje se neposredno odnose na izdavaoca.<sup>18</sup> Potom se zahteva od država članica, da bez obzira na ustanovljene oblike objavljivanja u njihovim zakonima, osiguraju da izdavaoci u primerenom roku objave sve privilegovane informacije koje su predviđene za objavljivanje i na njihovim internet stranama (član 6 stav 2 MAD). Nadalje, obaveza se proširuje i na sva lica koja obavljaju rukovodeće poslove kod izdavaoca (pa i lica koje su usko s njima povezana) moraju obavestiti nadležni organ o transakcijama koje se odnose na akcije izdavaoca ili na njihove derivate odnosno druge finasijske instrumente koji su povezani sa akcijama izdavaoca, a koje su izvršili za svoj račun. Države članice bi morale osigurati javni pristup informacijama, svim pojedincima, koje se odnose na te transakcije, u što kraćem roku (6/4 MAD).

U direktivi drugog nivoa (2003/124/EZ)<sup>19</sup> detaljno se uređuju način i rokovi objavljivanja ovih informacija.

---

<sup>18</sup> Član 6 Direktive iz 2003 MAD

<sup>19</sup> Commission Directive 2003/ 124/ EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003 / 6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, OJ L 339, 24/12/2003



Pored uvedene obaveze objavljivanja data je i mogućnost odlaganja objavljivanja privilegovanih informacija za izdavaoce. Izdavalac može na sopstvenu odgovornost odložiti objavljivanje privilegovanih informacija kako bi zaštitio legitimne interese, pod uslovom, da ne postoji verovatnost da takvo odlaganje dovede u zabludu javnost uz dodatni zahtev da izdavalac osigura očuvanje tajnosti te informacije (Član 6 stav 3 MAD). Razloge koji se mogu smatrati legitimnim veoma iscrpnom listom utvrđuje Uputstvo drugog nivoa (član 3 stav 1. 2003/124/EZ). Lista obuhvata legitimne interese grupišući ih za situaciju kada su pregovori u toku i eventualno prevremeno objavljivanje informacija bi moglo da utiče na njihov tok. Posebnu grupu predstavljaju slučajevi kada se donose odluke ili zaključuju pravni poslovi za koje je potrebno dodatno odobrenje ili saglasnost drugih organa izdavaoca. Tu je posebno interesantno utvrditi način zaštite interesa izdavaoca u periodu od donošenja odluke do njenog odobrenja.<sup>20</sup>

Pored navedenih mogućnosti odlaganja objavljivanja, navedeno Uputstvo zahteva da se preduzmu i dodatne mere očuvanja ovih informacija. U tom smislu se može uvesti obaveza za izdavaoce da dostavljaju spiskove lica koja učestvuju u donošenju odluka odnosno koja imaju pristup privilegovanim informacijama. Uvedena je obaveza obaveštavanja nadležnog organa o nameravanom odlaganju objavljivanja privilegovanih informacija. U odnosu na ranije dato rešenje kad je nadležni organ mogao da oslobodi izdavaoce obaveze objavljivanja, sada se izdavaoci ne mogu osloboditi ove obaveze ali mogu tražiti njeno odlaganje.<sup>21</sup>

## 5. SANKCIJE

U rešenjima oba evropska Uputstva nije eksplicitno određen organ nadležan za nadzor nad zabranom trgovine privilegovanim informacijama. IDD u članu 8 ne određuje organ koji će biti nadležan već se to prepušta državama članicama, da same odrede nadzorni organ, s tim da mu moraju dodeliti sva potrebna ovlašćenja za obavljanje funkcije nadzora.

Uputstvo je propisivalo preventivne mere kao oblik rešavanja insider dealinga. One su se sastojale u obavezi izdavaoca za stalnim objavljivanjem informacija a naročito o svim bitnim događajima uz mogućnost oslobođenja od te obaveze u slučaju kad bi objavljivanje pojedine informacije ugrozilo poslovanje i interese izdavaoca.

---

20 V. Čulinović- Herc, *op.cit.*, str 766

21 Član 6 tačka 3 MAD

Novo Uputstvo MAD određuje kao nadležni organ (organ za implementaciju - komisiju za hartije od vrednosti) kome države članice moraju dodeliti sva ovlašćenja ( član 12 stav 1 MAD). Države članice moraju predvideti pravo žalbe na odluke tog organa (član 15 MAD).

Za razliku od ranijeg rešenja koje je propisivalo preventivne mere u borbi protiv insider dealinga, novo Uputstvo obavezuje države članice da propišu zabranu korišćenja povlašćenih informacija i zabranu manipulisanja tržištem.<sup>22</sup> Pored toga uvode obavezu prijavljivanja, za sva lica uključena u rad sa finansijskim instrumentima, transakcija za koje se opravdano sumnja da mogu biti deo insider dealinga.<sup>23</sup>

Zloupotreba poverljivih informacija je suprotna zahtevima lojalnosti («fidelity») dobrog obavljanja službe (efficiency) i pravičnosti (equity).<sup>24</sup> Odgovornost za izvršenu zloupotrebu može biti građanska ( naknada dokazane štete) i krivična.

IDD ne navodi vrste sankcija koje će se primenjivati u slučaju kršenja propisanih pravila zabrana. Državama članicama ostavlja se diskreciono pravo da propišu sankcije i odrede njihove vrste i raspone. IDD jedino postavlja uslov da sankcije koje se propišu budu primerene učinjenom kršenju propisane zabrane.

MAD je takođe na stanovištu da sankcije mogu biti kaznene ukoliko ih predvidi pravo države članice, ali se u tom slučaju moraju predvideti i administrativne kazne. Jedini zahtev je da sankcije koje se predvide moraju biti efikasne, primerene i da imaju dovoljnu snagu da eventualne počiniocе odvrate od činjenja dela (član 14 stav 1 MAD). Naime, prema shvatanju Komisije EZ -a : "U načelu je neprihvatljivo da se na povezanom tržištu zabranjeno ponašanje sankcioniše teškom kaznom u jednom pravnom sistemu, blagom kaznom u drugom i nikakvom kaznom u trećoj državi članici. Međutim, potpuna harmonizacija kaznenih sankcija nije predviđena Ugovorom o EZ".<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Član 2 i 5 MAD

<sup>23</sup> Član 6 stav 4 MAD

<sup>24</sup> Boyle&Bird, *Company law*, London,1995, str 480-481

<sup>25</sup> Explanatory Memorandum, sec. 1(d), navedeno prema Čulinović – Herc str. 773.

## 6. ZAKLJUČAK

Regulisanje kruga insidera, zabranjenih radnji i sankcija odredbama datim u Uputstvima EU iz 1989 i 2003 (IDD i MAD) i njihova analiza ukazuju u kom pravcu se izmenilo uređenje oblasti insider dealinga u evropskom pravu.

Određenje kruga insidera dato u IDD rešeno je prihvatanjem dva kruga insidera, primarnih i sekundarnih, te su sledstveno toj podeli regulisane i zabranjene radnje i odgovornost insider-a zavisno od pripadajuće grupe. Novim Uputstvom (MAD) učinjen je korak dalje u regulisanju ove oblasti. Izjednačen je tretman insidera i nema podele na primarne i sekundarne insider-e. Zabrana raspolaganja privilegovanim informacijama odnosi se jednako na sva lica bez obzira u koju bi se grupu lica mogla razvrstati. I nadalje, kao što smo prikazali, ostaje nerazjašnjeno pitanje pretpostvake o poznavanju privilegovane informacije i za to pitanje vezano pitanje odgovornosti.

Naročiti značaj novog Uputstva (MAD) koji pokazuje korak napred u regulisanju oblasti insider dealinga jeste obaveza objavljivanja privilegovanih informacija. Uvode se rokovi i novi način objavljivanja privilegovanih informacija (obaveza objavljivanja na Internet strani emitenta). Veoma značajna novina u odnosu na ranija rešenja je mogućnost samoinicijativnog odlaganja obaveze objavljivanja privilegovanih informacija od strane emitenta.

U delu sankcija, novinu u odnosu na ranije rešenje, predstavlja obavezno uvođenje administrativnih sankcija. Kako krivičnopravne sankcije ne spadaju u nadležnost EU, neki autori<sup>26</sup> smatraju da je ovim pristupom EU došla na ivicu svojih zakonodavnih nadležnosti, naročito naređujući državama članicama da administrativne sankcije moraju biti efikasne, srazmerne i da potencijalne učinioce odvraćaju od činjenja dela. Pored toga kao posebnu primedbu, neki autori, ističu da su mnogi bitni pojmovi uređeni ili će biti uređeni implementirajućim Uputstvima, drugog nivoa, a pri njihovom donošenju zemlje članice nemaju više primarnu ulogu.

Analiza datih rešenja u oblasti insider dealinga u oba Uputstva EU koja regulišu ovu oblast omogućice lakšu analizu i uočavanje trenda zaštite u oblasti zloupotrebe privilegovanih informacija. Domaće tržište hartija od vrednosti je još uvek nerazvijeno, što je lako uočljivo i iz činjenice da nadležna Komisija za hartije od vrednosti nije ni u jednom svom godišnjem izveštaju zabeležila postojanje zloupotrebe privilegovanih informacija a kamoli

---

<sup>26</sup> Alcock A., Market Abuse, *The Company Lawyer*, Vol.23/2000, str. 150, citirane prema Čulinović \_Herc, *opc cit.*, str. 777.

izrekla sankciju za eventualnu zloupotrebu. Sve to ukazuje da postoji aktuelna potreba da se sledi nova EU regulativa u ovoj oblasti.