

UDK: 343.9.024:336.7

Datum prijema rada: 10.7.2013.

Datum korekcije rada: 20.9.2013.

Datum prihvatanja rada: 21.9.2013.

EKONOMIJA

TEORIJA I PRAKSA

Godina VI • broj 3

str. 51-62

KRATKO ILI PRETHODNO SAOPŠTENJE

## PRAVNI ASPEKTI ZLOUPOTREBE BERZANSKOG TRŽIŠTA

Raičević Vuk<sup>1</sup>

Kovačević Maja<sup>2</sup>

**Sažetak:** *Trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija kao dva osnovna pojavna oblika tržišnih zloupotreba onemogućavaju realizaciju potpune tržišne transparentnosti, koja je preduslov uspešnog trgovanja zbog čega većina savremenih pravnih sistema, u skladu sa vlastitim specifičnostima, uspostavlja pravni i institucionalni okvir, odnosno pravni mehanizam za njihovo sankcionisanje. Uprkos višedecenijskom odsustvu saglasnosti u naučnim krugovima o nužnosti zabrane trgovine povlašćenim informacijama i načinima njenog ostvarivanja na modernim tržištima, danas ipak većina savremenih pravnih sistema koristi krivičnopravno i administrativno sankcionisanje kao ključne vidove borbe protiv tržišnih zloupotreba putem kojih se nastoji očuvati poverenje investitora i povećati njihova aktivnost i tako ujedno povećati likvidnost tržišta. Cilj regulisanja zabrane zloupotrebe tržišta kroz zabranu zloupotrebe privilegovanih informacija i utvrđenja zabranjenih radnji jeste sprečavanje raznovrsnih oblika u kojima se oni mogu pojaviti.*

**Ključne reči:** *berze / zloupotreba / tržište / pravna regulativa*

### UVOD

Berza predstavlja institucionalizovano razmensko mesto na kojem članovi obavljaju robnu razmenu ili transakcije hartija od vrednosti (HOV) u cilju sticanja dobiti, i mesto gde se na osnovu njihove ponude i tražnje vrši vrednovanje HOV. Drugim rečima, berza predstavlja prostor na kojem se trguje dugoročnim finansijskim instrumentima. Reč koja označava lokaciju za specifičnu funkciju trgovine, vezuje se za porodicu Van der Burse iz Belgije, u čijoj je zgradi obavljana trgovina

<sup>1</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: vuk.m.raicevic@gmail.com

<sup>2</sup> Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: majaskovacevic5@gmail.com

vrednosnim papirima (Vunjak i Kovačević, 2009, str. 276). Berze mogu biti robne, produktne, efektne i mešovite. Produktne berze su one na kojima se vrši prodaja određenih vrsta roba kao što su poljoprivredne, industrijske i druge robe. Na efektnim berzama se obavlja promet trgovačkih efekata, odnosno hartija od vrednosti kao što su akcije, obveznice koje emituje država, menice, valute pojedinih zemalja. Mešovite berze predstavljaju kombinaciju robnih i efektnih berzi, gde se istovremeno trguje i robom i hartijama od vrednosti.

Berza se osniva kao akcionarsko društvo, s tim što finansijsku berzu mogu osnovati banka, poštanska štedionica, osiguravajuće društvo, država, kao i republika članica. Robnu berzu mogu da osnivaju pravna lica koja su registrovana za poslove proizvodnje i prometa robe, država i republika članica. Strana banka ili neko drugo strano pravno lice može biti osnivač finansijske, odnosno robne berze pod uslovima reciprociteta. Lica koja trguju na berzi su članovi berze ili berzanski posrednici. Oni moraju ispunjavati određene uslove u pogledu oblika organizacije, imovinskog statusa, obaveza prema berzi itd. Ove uslove propisuju državni organ, berzanska komisija ili sama berza. Berzanski posrednici su brokeri, ukoliko posluju u ime i za račun klijenta, ili dileri, ako mogu poslovati i u svoje ime i za svoj račun. Kontrolu nad poslovanjem berze vrši država, najčešće kroz komisiju za HOV. Pravilima ovakve institucije utvrđuju se uslovi u kojima berza može obustaviti rad, a to su uglavnom neregularni tržišni uslovi. Berza, s druge strane, uređuje prestanak trgovine određenim instrumentima ukoliko ne budu ispunjeni utvrđeni uslovi za listing.

Berza može biti organizovana, prema metodu trgovine, kao aukciono ili kontinuirano tržište. Aukciono tržište je berza na kojoj se nalozi klijenata za kupovinu ili prodaju grupišu i izvršavaju simultano uz formiranje jedinstvene cene. Aukcija može biti usmena ili pismena. Rezultat aukcije je utvrđen kurs instrumenta. Kurs je fiksiran, zato se aukcija često naziva i *fixing*. Na kraju radnog dana utvrđuje se prosečan dnevni kurs za pojedini finansijski instrument ukoliko je bilo više dnevnih aukcija. Drugi metod trgovine jeste kontinuirano tržište u kojem se izvršavanje naloga obavlja tokom čitavog radnog dana berze. Shodno tome, cene se stalno menjaju, održavajući priliv naloga i njihovu realizaciju. Ovaj metod ne zahteva fizičko prisustvo učesnika na parketu, već oni mogu da trguju i iz svojih kancelarija.

Najveće berze evoluirale su u pravcu primene ovog metoda i time obezbedile učesnicima komunikacionu povezanost i centralni kompjuter koji automatski upoređuje naloge i formira kurs koji odgovara ponudi i tražnji. Drugim rečima, danas je berza, fizički posmatrano, samo kompjuterska i komunikaciona mreža.

## ZAKONSKA REGULATIVA – MANIPULACIJE I ŠPEKULACIJE

Pojam „špekulacija” koristi se u različitim značenjima – od izvornog filozofskog značenja špekulativne filozofije kao dokazivanje nečeg što nema veze sa iskustvom ili realnošću, do stava da je to u trgovanju način neregularnog sticanja koristi. Svaka transakcija, odnosno pravna radnja koja je usmerena protiv interesa drugih ljudi ili drugih grupa, pa i nacionalnih i državnih zajednica je štetna i ne može se tretirati u pozitivnom značenju. Prema tome, značajno je da se pravni posao koji nekome donosi korist, a da pritom nikom ne nanosi štetu, može smatrati osmišljenom – pozitivnom špekulacijom, bez obzira na to koliki i kakvi su grupni interesi koji je pokreću. Svaka pravna radnja koja nanosi štetu drugom licu ili grupi, može se smatrati štetnom pošto narušava tuđe interese. Međutim, postoje i slučajevi kada špekulantski poslovi proizvode indirektnu štetu, ali su zato društvene koristi od njih daleko veće od takvih šteta. Primeri za to su uvođenje novih tehnologija i trgovanje po damping cenama. Na finansijskim tržištima javljaju se termini „manipulacije” i „špekulacije”. Često se koriste kao sinonimi. Tumače se kao npr. spletkarenja, smicalice ili podvaljivanja. U smislu poslovne aktivnosti, ovi termini se tumače kao nastojanja da se raspoloživim, bilo dopuštenim ili nedopuštenim sredstvima dođe do brze i lake zarade. Iako sam termin manipulacije ima negativan prizvuk koji upućuje na ilegalne operacije, to nije uvek tako. Nisu sve manipulacije *a priori* ilegalne i negativne. Zakonodavstva pojedinih zemalja putem zakona<sup>3</sup> ili standarda<sup>4</sup> definišu koje su to manipulacije ilegalne. U zakonskom definisanju finansijskih manipulacija i u njihovoj zabrani prednjače SAD, čiji SEC<sup>5</sup> (Komisija za vrednosne papire) određuje koje su manipulacije ilegalne. Zemlje EU putem amandmana na Direktive EU nastoje zakonski ograničiti pojedine manipulacije na finansijskim tržištima.<sup>6</sup>

### Tržišne manipulacije

Pojam tržišne manipulacije obuhvata:

1. transakcije ili naloge za trgovanje
  - a. koji daju ili postoji mogućnost da daju lažnu sliku o ponudi, potražnji ili ceni finansijskog instrumenta ili
  - b. koji održavaju cenu jednog ili više finansijskih instrumenata delovanjem jedne ili više osoba, na neprirodnom ili veštačkom nivou;

<sup>3</sup> Primera radi, Komisije za vrednosne papire.

<sup>4</sup> Primera radi, Međunarodni računovodstveni standardi ili US GAAP i s.l.

<sup>5</sup> *Securities and Exchange Commission*.

<sup>6</sup> Amandmani na *The Insider Directive* (89/592/EEC), videti na: [www.europa.eu.int/com](http://www.europa.eu.int/com).

2. fiktivne transakcije ili fiktivni nalozi za trgovanje, uključujući i ostale oblike prevara ili prividnih radnji;
3. širenje informacija o finansijskom instrumentu putem sredstava informisanja, uključujući i internet ili putem drugih sredstava koje o njemu daju, ili postoji mogućnost da daju lažne pokazatelje ili pokazatelje koji dovode u zabludu, ako je osoba takve vesti znala ili je morala znati da je informacija lažna ili da dovodi u zabludu.

Sprečavanje tržišne manipulacije i trgovine povlašćenim informacijama omogućava potpunu tržišnu transparentnost i predstavlja preduslov njegove efikasnosti, stoga većina savremenih pravnih sistema sadrži propise kojima se zabranjuje trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija.

#### **Pojam i pretpostavke manipulacija na berzama**

Manipulacija je aktivnost gde jedna osoba ili skupina uglavnom ilegalno podiže ili spušta cene roba. Na finansijskim tržištima, odnosno berzama, to znači veštačko podizanje ili obaranje cena akcija. Manipulacijama se bave pojedinci ili skupine koji se zajednički nazivaju *manipulanti*. Oni, legalno a češće ilegalno, provode različite aktivnosti koje dovode do stalnog povećanja ili stalnog smanjenja cena akcija na berzama i na taj način imaju direktne ili indirektno finansijske koristi.

Što duže manipulanti mogu da kontrolišu mnoštvo investitora to duže mogu ostvarivati svoje ciljeve i finansijsku korist. Manipulanti kontrolišu tržišnu *pohlepu* i *strah*. Pohlepa javnosti, u ovom slučaju investitora, javlja se kada cene rastu te sticanjem što većeg broja akcija investitori žele da ostvare što veću finansijsku korist u budućnosti. Strah javnosti nastupa prilikom pada cena akcija na berzama pri čemu dolazi do nekontrolisane prodaje zbog straha od većih gubitaka u budućnosti. Pri tome, iskustva o manipulacijama s finansijskih tržišta govore da je lakše zaplašiti javnost prilikom prodaje nego prilikom kupovine akcija. Berze zabranjuju transakcije investitora ili berzanskih posrednika koje imaju za cilj uticaj na ponudu, tražnju ili cene finansijskih instrumenata, nasuprot zakonima. Zabranjeno je i korišćenje insajderskih informacija.

Insajderi su lica koja su tesno povezana sa određenim preduzećima, odnosno kompanijama i njima je najstrožije zabranjeno da trguju. Najblaža kazna za insajder trejding jeste povraćaj profita. Druga moguća kazna je plaćanje penala koji iznose trostruki ostvareni profit. Kazna takođe može biti i do 10 godina zatvora u zavisnosti od umešanosti. Sve ove mere prati oduzimanje celokupne imovine.

Fiktivna prodaja je transakcija u kojoj nema promene vlasništva, već se vlasnik sporazumeva sa kupcem da izvrše simuliranu kupoprodaju po ceni koja je iznad

trenutne na tržištu. Ova kupoprodaja na tržištu stvara privid aktivnosti koja se registruje u berzanskim izveštajima i može navesti druge investitore da ulažu, s obzirom da je stvorena iluzija da cena akcije raste. Investitor će tako kupiti akciju po višoj ceni od stvarne.

Suprotni nalozi su oblik manipulacije koji vrši investitor davanjem naloga za kupovinu i prodaju iste akcije kod više različitih brokera i tako se stvara privid trgovine. Cena koja se formira ovim putem ne odgovara ravnotežnoj.

Glasine, ako su namerne, takođe mogu izazvati rast ili pad cene akcija. Ako investitor kupi neke akcije jer očekuje rast cene i namerava da ih potom proda a do tog rasta ne dolazi, onda može da raširi glasine o dobrim poslovnim rezultatima preduzeća u nadi da će cena akcija skočiti. Isto tako, ako je investitor prodao određene akcije očekujući njihov pad a do pada ne dolazi, on može početi sa širenjem negativnih glasina o firmi, akcijama itd., u nadi da će do pada što pre doći.

Pulove stvaraju učesnici na tržištu obrazujući alijanse se podelom dužnosti i realizovanog profita. Npr. pul organizovan u cilju izazivanja rasta cena prvo okuplja sve krupnije vlasnike i otkupljuje akcije od sitnijih da bi stekao kontrolu nad ponudom određene akcije. Zatim stimulišu tržište tako što otkupljuju preostale akcije da bi podigli cenu. Ostali investitori kupuju akcije jer očekuju dalji rast cene. Međutim, kada akcije dostignu nivo koji pul smatra pogodnim on prodaje deo akcija i time obara cenu što inicira prodaju i od strane drugih vlasnika, zatim ih po tako niženoj ceni ponovo kupuje i lansira glasine i povoljne analize o emitentu da bi došlo do ponovnog rasta cena. Tada dolazi do faze distribucije, odnosno prodaje akumulisanih akcija. Pul ostvaruje profit i napušta tržište te akcije iz čega sledi slom cena.

Korner predstavlja kreiranje monopolne situacije u raspolaganju određenim akcijama, tako da ih investitori mogu isključivo kupovati od monopolnog vlasnika i po višoj ceni.

Još jedan od kanala manipulacije danas jeste i internet jer je nemoguće proveriti informacije o firmama koje nude svoje akcije, posebno zato što se ne može sa sigurnošću odrediti njihova adresa, kao i zbog činjenice da je moguće istovremeno slanje mnogih poruka, najčešće lažnih. Po pravilima, sve od navedenih mehanizama manipulacije je zabranjeno.

#### **Padajuća i rastuća finansijska tržišta kao područja zloupotrebe berze**

Zloupotreba na berzama i njihov uticaj na ponašanje cena akcija manifestuju se na sledećim tipovima tržišta (Garman i Forgue, 1994, str. 464):

- (1) fluktuirajućim,
  - (2) padajućim i
  - (3) rastućim tržištima.
- Fluktuirajuća finansijska tržišta karakteriše neprekidna promena cena akcija tako da u određenim intervalima cene rastu, zatim padaju, odnosno karakteriše ih cikličko kretanje.
  - Kod padajućeg tržišta (*Bear*)<sup>7</sup> karakteristično je to da u jednom dužem vremenskom intervalu cene akcija neprekidno padaju čime se u stalnom padu cena akcija prikrivaju manipulacije na sniženje cena istih.
  - Rastuće tržište (*Bull*)<sup>8</sup> karakteriše kontinuirani rast cena akcija u dužem vremenskom intervalu pri čemu se prikrivaju i manipulacije na rast cena.

#### Aktivnosti (pravila) manipulacija na berzama

Za razumevanje instrumenata ili aktivnosti manipulantna u cilju povećanja ili smanjenja cena akcija na berzama potrebno je upoznati osnovna pravila manipulisanja na berzama. Danas se na berzama govori o sledećih deset pravila.

1. Sve nagle promene cena akcija, bilo prema gore ili dole, rezultat su manipulacija bilo pojedinca ili grupe profesionalnih manipulanata. Ako manipulant želi da nagovori investitora za ulaganje u akcije neke kompanije tada će prospekt te kompanije izgledati kao drugi *Microsoft*. Međutim, ukoliko manipulant želi od investitora da napusti „brod koji tone“ (da rasprodaju akcije kompanije koja je njima poželjna) tada će početi kampanju emitovanja vrlo loših informacija o kompaniji s čijim akcijama želi manipulirati.
2. Ako manipulant žele da rasprodaju prethodno stečene akcije tada će preduzeti sve moguće propagandne aktivnosti i emitovaće dobre vesti o kompanijama čije akcije žele da prodaju.
3. Kada je manipulant prodao akcije kompanije, ponovo emituje loše informacije o kompanijama čije akcije želi da stekne ili nastoji da se o tim kompanijama stvori informacioni vakuum koji pogoduje sticanju akcija po nižim cenama.
4. Ukoliko se akcije prodaju u velikom obimu po visokim cenama to je signal da se radi o rasprodaji akcija profesionalnih manipulanata. Kada se traže manji obimi, s nižim cenama, to je znak da manipulant akumuliraju akcije koje nakon određenog vremena žele da prodaju po većim cenama.
5. Profesionalni tržišni manipulant uvek će nastojati da kupi te akcije po većoj ceni kao i da proda te akcije po što je moguće nižoj ceni.

<sup>7</sup> Bear Market – berzanske manipulacije na pad cena.

<sup>8</sup> Bull Market – berzanske manipulacije na rast cena.

6. Kada je realan *deal* u manipulaciji tada ćete biti poslednji koji je upoznat s tim i verovatno poslednja osoba koja će „izaći“ iz deonica neke kompanije po nižim cenama.
7. Verovatno ćete biti poslednji koji će saznati da *deal* beleži znakove neuspelosti te ćete još u strahu prodavati akcije po nižim cenama.
8. Manipulanti će vas prisiliti na ulazak u akcije neke kompanije tako da ćete im podizati cene.

#### Metode manipulacije i zloupotrebe na berzama

Na berzama se javlja veći broj metoda profesionalnih manipulacija među kojima se posebno ističu sledeće: (1) *Pump&Dump*, (2) *Trash&Cash* i (3) *Insider Trading*. *Pump&Dump* (napumpaj i istovari) metoda najpoznatija je među berzanskim manipulantima, a usmerena je na ostvarivanje njihove finansijske koristi. Ova manipulacija vrši se tako da berzanski manipulant najpre stiču veći broj akcija na plitkom finansijskom tržištu nakon čega žele da im podignu cene (*pump*) promotivnim kampanjama, pozitivnim glasinama. To manipulant danas tehnički posebno uspešno čine internetom. Nakon podizanja cena sledi prodaja ili iskrcavanje (*dump*) akcija po većim cenama i tako manipulant, odnosno, investitori za koje rade ostvaruju ekstraprofite. *Pump & Dump* metoda realizuje se u sledećim fazama:

- sticanje akcija („utovar“) po nižim cenama;
- promotivna kampanja ili širenje pozitivnih priča i glasina o kompanijama kojima treba povećati cenu akcija – to se širi novinama, reklamnim spotovima, a danas posebno internetom. Nastaje jurnjava tipa *zlatne groznice* za deonicama kojima neprekidno raste cena (*pump*);
- rasprodaja akcija ili „istovar“ (*dump*) je sledeća nečasna i logična radnja manipulanta u kojoj će jeftino stečene deonice prodati po većoj ceni koju je manipulant veštački stvorio;
- tišina i informacioni vakuum je faza koja sledi nakon iskrcavanja svih deonica, a znači pripremu za ponovno rušenje cene i preuzimanje paketa deonica određenih kompanija. Tišina i nepostojanje informacija o kompanijama i njihovim deonicama izaziva strah kod deoničara i oni nastoje da se reše takvih deonica strahujući od većeg pada cene i većih gubitaka. Tako manipulant akumuliraju nove deonice i pripremaju se za ponavljanje metode *Pump&Dump*.

*Trash&Cash* (obezvredi pa unovči) je metoda berzanske manipulacije koja se sastoji od dve faze:

- obezvređivanje ili škartiranje vrednosti akcija (*Trash*) putem negativnih priča i glasina koje se šire novinama, reklamama i internetom u cilju obaranja cene onih akcija koje žele berzanski manipulant; i
- nakon sticanja akcija prestaju negativne glasine te se medijskom propagandom i internetom finansijskim svetom šire pozitivne informacije o stečenim akcijama. Nakon toga manipulant rasprodaju ili „iskrcavaju“ akcije i profitiraju (*Cash*).

*Insider Trading* (manipulisanje iznutra) je metoda manipulisanja u kojoj primarno učestvuju službenici kompanije ili *insiders* (menadžment, direktori, zaposleni, njihove porodice i sl.). Na temelju proverenih informacija, insajderi kupuju ili prodaju akcije po povoljnim cenama. Takođe, insajderi trguju s pouzdanim informacijama koje su im dostupne zašto imaju finansijsku korist ili „napojnice“ (*tippees*). Insajderi mogu širiti i nerealno pozitivne ili negativne informacije ako žele da podižu ili da obaraju cene akcija, pa se ponašaju po metodama *Pump&Dump* ili *Trash&Cash*. Berzanski manipulant pomoću interneta sve efikasnije kontrolišu pohlepu i strah insajdera, te iz toga profitiraju. *Insider trading* kao nečasna manipulacija poznata je od početka 20. veka. Već je 1934. u SAD donet zakon (*Security Exchange Act*), kojim se američka Komisija za vrednosne papire (SEC) ovlašćuje za borbu protiv insajdera i njihovih manipulacija. Prema ovom zakonu (čl. 10b), na koji se danas SEC poziva, nagrađuju se svi oni koji daju informacije ili otkrivaju insajdere. Suprotstavljanje *Insider trading*-u utemeljeno je berzanskim pravom EU. Donose se amandmani na već usvojene Direktive EU.

Pre više od jedne decenije usvojena je Direktiva pod nazivom *The Insider Dealing Directive* (89/592/EEC) (<http://europa.eu.int>). Ova direktiva predstavlja deo *Financial Services Action Plan*-a koji je usmeren u cilju integracije finansijskog tržišta EU.

## ZABRANA ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA

Investitori na finansijskom tržištu moraju biti zaštićeni od konfuznih i lažnih informacija, a naročito od zloupotrebe privilegovanih informacija poznatijeg kao *Insider dealing* (Vasiljević, 2007, str. 14). Unutar zemalja Evropske zajednice prvi put je *Insider dealing* pravno uobličen 1989. godine donošenjem Direktive 89/592/EEC poznatom pod nazivom *Insider Dealing Directive* (IDD). Ona je postala osnov za borbu protiv *Insider dealing*-a na evropskom tržištu hartija od vrednosti. U uslovima stalnog razvoja povezanog finansijskog tržišta, IDD ne može adekvatno da odgovori na nove pojavne oblike zloupotreba na tržištu. Dar je predlog za donošenje nove direktive koja je usvojena 2003. godine i regulisala je dva oblika

zloupotrebe *Insider dealing*-a i *Market abuse*-a – zloupotrebu tržišta. U Republici Srbiji je ova oblast po prvi put regulisana Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2003. godine u delu pod nazivom Privilegovane informacije, a potom ponovo u novom Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2006. godine.

Ključni elementi definisanja privilegovane informacije jesu:

- da nije poznata javnosti (*has not been made public*), odnosno da nije objavljena i dostupna javnosti;
- da je dovoljno određena (*precise nature*). Pitanje dovoljne određenosti informacije dovodi do čvrstog stava da glasine (*rumors*) ne mogu da se smatraju privilegovanom informacijom;
- uticaj informacije na cenu hartije od vrednosti;
- da se odnosi na jednog ili više izdavaoca ili na jednu ili više hartija od vrednosti.

Donošenjem MAD, definisanje pojma privilegovane informacije nije pretrpelo velike promene u određivanju elemenata kojima se one definišu. Promena u definisanju privilegovanih informacija u okviru MAD odnosi se ne samo na hartije od vrednosti nego i na finansijske instrumente uopšte. Zakonom o tržištu hartija od vrednosti iz 2003. godine (*Službeni glasnik RS* br. 57/2003, 55/2004) učinjen je prvi pokušaj harmonizacije sa evropskim pravom u oblasti *Insider Dealing* na tržištu Srbije. Osnovne identifikacije i zaštite od mogućih zloupotreba date IDD ugrađene su u navedeni zakon, ali samo polovično. Slabosti na ovom polju delimično su otklonjene novim Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih derivata (*Službeni glasnik RS* br. 47/2006) koji je donet sredinom 2006. godine. Način tumačenja i pravna priroda privilegovane informacije koji je inkorporiran u Zakon o tržištu hartija od vrednosti Republike Srbije, utemeljen na pomenutim direktivama, objašnjen je kroz naredni naslov.

## Pravna priroda privilegovane informacije

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata (*Službeni glasnik RS* br. 47/2006) – u daljem tekstu: Zakon o tržištu hartija od vrednosti – koji je u skladu sa Direktivom EU o zloupotrebama na tržištu (*Market Abuse Directive*) definisan je pojam privilegovanih informacija, a upravo iz razloga da bi se sprečila trgovina hartijama od vrednosti na osnovu informacija koje nisu objavljene na neki od načina predviđen Zakonom o tržištu hartija od vrednosti, odnosno nisu dostupne javnosti, a mogu imati uticaja na cenu hartija od vrednosti. Članom 2, tačka 7 Zakona o tržištu hartija od vrednosti propisano je da se pod

privilegovanom informacijom podrazumeva svaka informacija o tačno određenim činjenicama koje se odnose na jednog ili više izdavalaca, kupaca odnosno prodavaca hartija od vrednosti ili o činjenicama koje se odnose na jednu ili više hartija od vrednosti koje nisu dostupne javnosti, a mogu uticati direktno ili indirektno na izdavaoca, trgovinu hartijama od vrednosti, odnosno na cenu na organizovanom tržištu. Dakle, privilegovana informacija u smislu člana 2, tačka 7 Zakona o tržištu hartija od vrednosti je ona informacija koja nije javno objavljena, ima preciznu prirodu, a u vezi sa hartijama od vrednosti, koja bi da je javno objavljena verovatno imala značajan uticaj na cenu hartija od vrednosti.

Na tržištu hartija od vrednosti formulisana su dva načela poslovanja:

- načelo jednakog položaja investitora i
- načelo zaštite investitora od zloupotrebe privilegovanih informacija.

Stoga je odredbom člana 71, stav 1 Zakona o tržištu hartija od vrednosti precizirano da niko ne može da stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaze hartijama od vrednosti korišćenjem privilegovanih informacija. Zakonom o tržištu hartija od vrednosti posebno su navedene određene kategorije lica koje po prirodi posla koji obavljaju mogu raspolagati privilegovanim informacijama.

Zabrana korišćenja privilegovanih informacija odnosi se kako na lica koja u obavljanju svojih poslova, svoje funkcije ili profesije saznavaju za privilegovane informacije (zaposleni kod izdavaoca, članovi uprave i nadzornog odbora izdavaoca, revizor, portfolio menadžer, investicioni savetnik, broker, finansijski analitičar, računovođa, knjigovođa, advokat, aktuar, procenjivač, veštak ili sudija), tako i na lica koja imaju učešće u kapitalu izdavaoca od najmanje 10%, zavisno društvo izdavaoca i sva lica koja su stekla privilegovanu informaciju, a znaju ili su mogla znati za nju od navedenih lica (član 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti). Lice iz člana 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti je dužno da kao poslovnu tajnu čuva podatke o privilegovanim informacijama. Kao što je zabranjeno da se korišćenjem privilegovanih informacija stiče, kupuje, prodaje ili na drugi način raspolaze hartijama od vrednosti, tako je zabranjeno i saopštavanje ovih informacija drugim licima. Isto tako, na osnovu tih informacija ne sme se preporučivati drugim licima sticanje, kupovina i prodaja hartija od vrednosti (član 72, stav 1 Zakona o tržištu hartija od vrednosti). Značaj ovog pitanja vidi se u tome što je članom 72, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti propisana dužnost javnih društava da sačinie spisak lica koja imaju obavezu čuvanja privilegovanih informacija i da predvide sankcije za nepoštovanje te obaveze. Međutim, licima iz člana 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija, koja se po zakonu smatraju insajderima, dozvoljeno je da trguju hartijama od vrednosti (pod uslovom da ne koriste privilegovane informacije), ali

imaju obavezu da svoje transakcije prijave izdavaocu, Komisiji za hartije od vrednosti i organizatoru tržišta na kome se obavlja trgovina hartijama od vrednosti. Stoga su u članu 71, stav 2 Zakona o tržištu hartija od vrednosti posebno navedene određene kategorije lica koja po prirodi posla koji obavljaju mogu raspolagati privilegovanim informacijama, u skladu i na način definisan u tehničkim direktivama za sprovođenje direktive EU o zloupotrebama na tržištu (*Directive 2004/72/EC*, *Directive 2003/125/EC* i *Directive 2003/124/EC*).

U cilju sprečavanja zloupotrebe privilegovanih informacija Komisija za hartije od vrednosti ima ovlašćenje da od svih lica kojima mogu biti dostupne privilegovane informacije zahteva određena obaveštenja ili podatke, kao i da pokreće postupak pred nadležnim državnim organom ako utvrdi da je došlo do zloupotrebe privilegovane informacije. Komisija ukazuje da je odavanje privilegovane informacije, odnosno poslovne tajne predviđeno kao krivično delo iz člana 240 Krivičnog zakonika Republike Srbije.

## ZAKLJUČAK

Trgovina povlašćenim informacijama i tržišna manipulacija kao dva osnovna oblika tržišnih zloupotreba onemogućavaju realizaciju potpune tržišne transparentnosti, koja je preduslov uspešnog trgovanja, zbog čega većina savremenih pravnih sistema uspostavlja pravni i institucionalni okvir za njihovo sankcionisanje. Na području Evropske unije, mehanizmi sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba izrađeni su na odredbama Direktive 2003/6/EC o zloupotrebama na tržištu.

Uprkos odsustvu saglasnosti u naučnim krugovima o nužnosti zabrane trgovine povlašćenim informacijama i načinima njenog ostvarivanja na modernim tržištima, danas većina savremenih pravnih sistema koristi krivičnopravno i administrativno sankcionisanje kao vidove borbe protiv tržišnih zloupotreba putem kojih se pokušava očuvati poverenje investitora i povećati njihova aktivnost, a na taj način i povećati likvidnost tržišta.

Osnovni zadatak organizatora tržišta i njihovih kontrolora je zaštita investitora i poštovanje načela ravnopravnosti učesnika na finansijskom tržištu.

## LEGAL ASPECTS OF STOCK MARKET ABUSE

Raicevic Vuk

Kovacevic Maja

**Abstract:** *Trade with privileged information and market manipulation as two main forms of market abuse present an obstacle to the complete transparency of the market, which is a precondition of successful trade. Therefore, the majority of countries with modern legal systems, in accordance with their individual characteristics, establish legislative and institutional frameworks, as legal mechanisms which are supposed to sanction market abuse. Despite the fact that for many decades there has been no general agreement among scientists about the need for prohibiting trade with privileged information and methods of implementing such measures, most legally developed and modern systems nowadays use criminal and administrative measures to sanction market abuse and so preserve the trust of investors and stimulate their activities, while at the same time increasing market liquidity. The aim of such regulations in terms of preventing the abuse of privileged information and determining forbidden market activities is to prevent the many different forms in which they may occur.*

**Key words:** *stock market / abuse / market / legal framework*

### LITERATURA

1. Garman, T. E., Forgue, R. E. (1994). *Personal Finance*, Boston, Houghton Mifflin Company.
2. Vasiljevic, M. (2007). Pravo i zaštita investitora, *Pravo i privreda*, 44 (5-8), 3-19.
3. Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2009). *Finansijska tržišta i berze*, Subotica, Ekonomski fakultet.
4. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*. (2003). Službeni glasnik RS, br 57/2003, 55/2004.
5. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih derivata*. (2006). Službeni glasnik RS, br. 47/2006.