

**ZAŠTITA INVESTITORA I PRAVNI MEHANIZMI SPREČAVANJA  
TRŽIŠNIH ZLOUPOTREBA U EVROPSKOJ UNIJI I BOSNI I  
HERCEGOVINI**

Izvorni naučni rad

**PROTECTION OF INVESTORS AND LEGAL MECHANISMS FOR  
PREVENTION OF MARKET ABUSE IN EUROPEAN UNION AND  
BOSNIA AND HERZEGOVINA**

Original scientific paper

**Dina BAJRAKTAREVIĆ**

**Sažetak**

Stepen zaštite pružen investitorima na određenom tržištu je indikator opće razvijenosti tog finansijskog tržišta i neophodan preduvjet za njegovo uspješno funkcionisanje. Jedan od ključnih instrumenata osiguranja adekvatne zaštite investitora jeste sprečavanje i sankcionisanje tržišnih zloupotreba. U radu se ispituju obilježja i efikasnost pravnih mehanizama sprečavanja tržišnih zloupotreba uspostavljenih u Evropskoj uniji i Bosni i Hercegovini s ciljem da se, kroz komparaciju rješenja evropske Direktive 2003/6/EC o tržišnim zloupotrebama s odredbama zakona koji reguliraju tržišta vrijednosnih papira u Bosni i Hercegovini, ocjeni stepen njihove usklađenosti. Analiza mehanizama sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba uspostavljenih na entitetskoj razini utvrdila je njihovu neusaglašenost koja uzrokuje neujednačen pristup u realizaciji njihovih osnovnih ciljeva. To se također odražava i na osiguranje optimalnog nivoa zaštite interesa investitora u skladu sa mogućnostima i nivoom razvijenosti tržišta vrijednosnih papira. Komparacija rješenja prisutnih u bosanskohercegovačkom pravu s rješenjima evropskog prava otkrila je značajne razlike koje je potrebno otkloniti ukoliko se želi ostvariti cilj potpunog usklađivanja domaćeg zakonodavstva sa *acquis communautaire*.

**Ključne riječi:**

zaštita investitora, povlaštene informacije, insajderi, zloupotrebe tržišta

**Abstract**

Level of protection offered to investors at a certain market is the indicator of overall development of that financial market and a necessary prerequisite for its successful functioning. One of the key instruments in ensuring an adequate investor protection is the prevention and sanctioning of the market abuse. In this article the author examines characteristics and efficiency of the legal mechanisms for prevention of the market abuse established in the European

Union and Bosnia and Herzegovina with the aim of assessing the degree of their compliance by comparing the provisions of the Market Abuse Directive 2003/6/EC with the provisions of laws governing the securities markets in Bosnia and Herzegovina. Analysis of mechanisms for prevention and sanctioning of the market abuse established at the entity level has identified their inconsistency that causes an uneven approach to the realization of their primary objectives. This is also reflected on the ensuring of optimal level of protection of investor's interest in accordance with the possibilities and level of securities market development. Comparison of solutions present in the Bosnian law with European law solutions has revealed significant differences that need to be eliminated if the goal of full harmonization of domestic legislation with the *acquis communautaire* wants to be achieved.

### Key words

Investor protection, Inside information, Insider trading, Market Abuse

## Uvod

Općeprihvaćeno stajalište da zaštita investitora predstavlja ključan zadatak savremenih finansijskih tržišta, temelji se na važnosti uloge investitora na tržištu kapitala. Step en zaštite investitora na određenom tržištu je indikator opće razvijenosti tog finansijskog tržišta. Transparentnost i efikasnost finansijskog tržišta osigurava se izjednačavanjem položaja svih tržišnih učesnika, posebno u odnosu prema dostupnim informacijama. Realizacija potpune transparentnosti finansijskih tržišta onemogućena je tržišnim zloupotrebama koje narušavaju povjerenje investitora i umanjuju njihovu aktivnost, a time i likvidnost tržišta. U takvim okolnostima intervencija države postaje nužna. Većina savremenih pravnih sistema uspostavila je različite mehanizme sprečavanja tržišnih zloupotreba čija su dva osnovna pojavna oblika: trgovina povlaštenim informacijama (eng. *insider dealing*) i tržišna manipulacija (eng. *market manipulation*). Iznimku ne predstavlja ni pravni sistem Evropske unije u kojem je mehanizam sprečavanja tržišnih zloupotreba zasnovan na odredbama Direktive o trgovini povlaštenim informacijama i tržišnoj manipulaciji (tržišnim zloupotrebama),<sup>1</sup> koja je zamijenila Direktivu o trgovini povlaštenim informacijama.<sup>2</sup> Značajne promjene koje su nastupile na finansijskim tržištima i u evropskom zakonodavstvu od 1989. godine, kada je usvojena Direktiva usmjerena na sprečavanje trgovine povlaštenim informacijama, ukazale su na potrebu donošenja novog propisa kojim će na učinkovit i jednoobrazan način biti regulisane sve tržišne zloupotrebe i popunjene postojeće praznine u evropskom zakonodavstvu.<sup>3</sup> S tim ciljem usvaja se Direktiva o tržišnim zloupotrebama koja je bila

<sup>1</sup>European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (market manipulation), OJ L 96/16/03.

<sup>2</sup>Council Directive 89/592/EEC co-ordinating regulations on insider dealing, OJ L 334/30/89.

<sup>3</sup>Preambula Direktive o tržišnim zloupotrebama, tačka 13.

rezultat Akcionog plana za finansijske usluge<sup>4</sup> i Lamfalussy-evog zakonodavnog postupka.<sup>5</sup> U Bosni i Hercegovini su uspostavljena dva mehanizma sprečavanja tržišnih zloupotreba, u skladu s specifičnostima njenog državnog uređenja. Osnovni propisi na kojima su izgrađeni navedeni mehanizmi su Zakon o tržištu vrijednosnih papira (ZOTVP)<sup>6</sup> i Zakon o tržištu hartija od vrijednosti (ZOTHOV).<sup>7</sup>

Zadatak ovog rada je da utvrdi osnovna obilježja pravnih mehanizama sprečavanja tržišnih zloupotreba uspostavljenih u Evropskoj uniji i Bosni i Hercegovini i da kroz njihovu komparaciju da konačnu ocjenu o njihovoj usklađenosti. U prvom dijelu rada pažnja će biti usmjerena na zaštitu investitora i instrumente njenog osiguranja u okviru savremenih finansijskih tržišta, uz kratki osvrt na kategorije investitora predviđene evropskim i bosanskohercegovačkim zakonodavstvom. U okviru drugog dijela težište izlaganja je na analizi rješenja evropskog prava o trgovini povlaštenim informacijama i tržišnoj manipulaciji. Treći dio rada bit će posvećen pravnom okviru sprečavanja tržišnih zloupotreba u Bosni i Hercegovini i njegovoj komparaciji sa rješenjima evropskog prava s ciljem utvrđivanja stepena njihove usklađenosti.

### **Zaštita investitora**

Zaštita investitora predstavlja neophodan preduvjet uspješnog funkcionisanja finansijskog tržišta, tako da nivo zaštite koji je pružen investitorima na određenom finansijskom tržištu ujedno odražava njegovu opću razvijenost. Važnost zaštite interesa investitora, odnosno vlasnika kapitala proizlazi upravo iz njegove uloge na tržištu kapitala, stoga se investitor kao povjerilac mora štiti od svih drugih tržišnih učesnika koji su u mogućnosti, s obzirom na dužničku ulogu koju imaju, da njegov interes izgraju ili zloupotrijebe (Ristić, 2000; Ristić, 1990).

---

<sup>4</sup> European Commission, COM (1999) 232, Communication on Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan (1999). Akcioni plan za finansijske usluge je detaljan plan usvajanja zakonodavnih mjera koje su trebale da podrže jedinstveno, integrirano finansijsko tržište u okviru kojeg je snažno tržište vrijednosnih papira zamišljeno kao značajna komponenta i uslijed toga pretežno posvećen reformisanju materijalnog prava i otklanjanju problema tradicionalnog zakonodavnog procesa Evropske unije koji je često okarakterisan kao prespor, krut i kompleksan

<sup>5</sup> Neučinkovitost i sporost procedure usvajanja i implementacije zakonodavstva koje je reguliralo oblast finansijskih usluga primorala je Evropsku komisiju da 2000. godine uspostavi tzv. „Komitet mudrih ljudi“ kojim je predsjedavao Baron Alexandre Lamfalussy koji je trebao da ispravi navedene nedostatke. Finalni izvještaj tzv. Lamfalussy-ev izvještaj koji je objavljen 2001. godine doveo je do korjenitih promjena u evropskoj zakonodavnoj proceduri u oblasti finansijskih usluga. Predloženo je da se integracija evropskih finansijskih tržišta izvodi u okviru fleksibilnog procesa sastavljenog od četiri nivoa i dva komiteta: Komitet vrijednosnih papira Evropske zajednice (ESC) i Evropskog komiteta regulatornih tijela vrijednosnih papira (CESR). Na prvom nivou se donose okvirne direktive ili uredbe. Na drugom nivou, Evropska komisija, zajedno sa novim komitetima, usvaja pravila implementacije u direktivama ili uredbama. Na trećem nivou, komiteti osiguravaju preporuke, smjernice i opće standarde. Konačno, na četvrtom nivou, Evropska komisija provodi, sada još detaljnije, evropsko pravo. Novi pristup je usvojen u februaru 2002. godine. Rezultat FSAP-a i Lamfalussy-evog pristupa su evropske direktive i uredbe o svim važnijim aspektima prava vrijednosnih papira.

<sup>6</sup> „Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 85/08.

<sup>7</sup> „Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 92/06, 34/09.

Većina pravnih sistema poznaje sljedeće instrumente osiguranja adekvatne zaštite investitora:

- Adekvatan i efikasan sistem informisanja investitora, odnosno otkrivanja informacija (eng. *information disclosure*), kako od strane korisnika kapitala (npr. objava prospekta), tako i od strane nadležnih organa i organizacija čije odluke mogu biti od značaja za kretanje kurseva i drugih pokazatelja ili utiču na promjene na tržištu kapitala i koje moraju biti dostupne svakom zainteresiranom investitoru (pogledati Ristić, 1990);
- Regulacija tržišta odnosno institucija, kompanija, brokera, berzi i drugih uređenih javnih tržišta;
- Sistemi obeštećenja investitora;
- Sprečavanje i sankcionisanje tržišnih zloupotreba.

Primarni vid zaštite investitora podrazumijeva da oni raspolažu sa svim neophodnim informacijama o svim važnim pitanjima na temelju kojih donose odluke o raspolaganju svojim kapitalom. Osnovna premisa ovog pristupa zakonodavaca većine država glasi: informisan investitor je zaštićen investitor.<sup>8</sup> Ispravljanjem informacione asimetrije<sup>9</sup> nastojalo se onemogućiti budućeg dužnika da ostvari svoj interes na štetu povjerioca koristeći neregulirani tržišni instrumentarij i svoju ulogu koju ima u njemu (Ristić, 2000). Učinkovitost prvog instrumenta u osiguranju optimalne zaštite investitora u literaturi je snažno osporavana zbog njene uvjetovanosti finansijskim vještinama investitora (pogledati Burke, 2009).

Zakonskom regulacijom tržišta, odnosno njegovih učesnika, koja se najčešće ispoljava u vidu pravila poslovanja, prudencijalne regulacije i operacionalnih zaštita, nastoji se osigurati stabilnost i učinkovitost tržišta za šta je nužno i povjerenje investitora kako bi aktivnije učestvovali na tržištu. Upravo vrsta, nivo i stepen tržišne regulacije se značajno razlikuju od države do države, što je motiviralo pojedine autore da upravo istražuju vezu između zakonske regulacije i tržišne učinkovitosti (Pogledati: La Porta, Lopez-de-Silanes i Schleifer, 2006).

Osnovni cilj sistema obeštećenja investitora kao dodatnog sloja zaštite je zaštita investitora od gubitaka npr. u slučaju nesposobnosti investicione kompanije da isplati novac ili vrati sredstva koja je čuvala u njihovo ime (pogledati Misita, 2006).

Sprečavanje tržišne manipulacije i trgovine povlaštenim informacijama omogućava potpunu tržišnu transparentnost i predstavlja preduvjet njegove efikasnosti, stoga većina savremenih pravnih sistema sadrži propise kojima se zabranjuje trgovina

---

<sup>8</sup> Osnovni cilj koji je zajednički svim savremenim propisima kojima se reguliraju vrijednosni papiri je da filozofija potpunog otkrivanja informacija zamijeni filozofiju *caveat emptor* i tako ostvari visoki standard poslovne etike u industriji vrijednosnih papira - pogledati: Cafritz i Tene, 2003.

<sup>9</sup> O odnosu informacione asimetrije i zaštite investitora pogledati: Wang, Liao i Deng, 2003.

povlaštenim informacijama i tržišna manipulacija. Ovi propisi su nužni kako bi se osigurala jednaka pozicija svih tržišnih učesnika, odnosno kako bi se svima njima omogućio jednak pristup svim informacijama što svakako podrazumijeva i sadržajnu jednakost dostupnih informacija (Čulinović-Herc, 2004). Unatoč višedecenijskom odsustvu saglasnosti u znanstvenim krugovima o nužnosti zabrane trgovine povlaštenim 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 povjerenje investitora i povećati njihova aktivnost i tako ujedno povećati likvidnost tržišta. Trend krivičnopravnog sankcionisanja trgovine povlaštenim informacijama započeo u Sjedinjenim Američkim Državama 1934. godine, nije bio odmah prihvaćen od drugih država. Francuska usvaja prvo zakonodavstvo 1967. godine, nakon čega i druge evropske države pristupaju regulisanju trgovine povlaštenim informacijama. Proces sankcionisanja tržišnih zloupotreba snažno je podržan i usvajanjem odgovarajućeg zakonodavstva od strane Evropske unije<sup>10</sup> i Vijeća Evrope.<sup>11</sup>

Izbor instrumenta zaštite investitora ovisi od kategorija investitora koji su prisutni na datom finansijskom tržištu. Većina zakonodavstava poznaje dvije osnovne kategorije investitora: institucionalne i individualne, odnosno profesionalne i male investitore čiji se tržišni položaj i uloga značajno razlikuju.<sup>12</sup> Dok je u slučaju institucionalnih investitora regulacija nužna kako bi se osigurala adekvatne rezerve kapitala, spriječile prevare i osigurala stabilnost finansijskog sistema, dotle je individualnim investitorima nužno pružiti zaštitu kako bi se osiguralo tržišno okruženje: u kojem svi učesnici slijede ista pravila i u kojem im je pružena jednaka mogućnost da se takmiče, u kojem se ne manipulira cijenama i informacijama i u kojem je osigurana pravna zaštita u slučaju povreda povjerenja i kršenja tržišnih pravila (Burke, 2009:6).

Pored prethodno navedene podjele, u literaturi su prisutni i različiti modeli ponašanja investitora. Tako se mogu razlikovati modeli investitora "štediša" (eng. *savers*) i investitora "špekulanta" (eng. *gamblers*) (Optem, 2008), odnosno modeli investitora racionalnih očekivanja i povjerljivih investitora (Stout, 2002).

Kada su u pitanju bosanskohercegovački propisi vidljivo je da ZOTVP slijedi tradicionalnu podjelu investitora na individualne i institucionalne investitore, čiji se tržišni položaj i uloga, u teoriji i praksi, razlikuju. Investitor prema ZOTVP može biti domaće ili strano, pravno ili fizičko lice koje slobodna sredstva investira u kupovinu

---

<sup>10</sup> Direktivu o trgovini povlaštenim informacijama iz 1989. godine.

<sup>11</sup> Council of Europe's Convention on Insider Trading (Concluded at Strasbourg on 20. April 1989, which came into effect in October 1991);

<sup>12</sup> Razlika postoji kako u pogledu njihovog znanja, iskustva, finansijske situacije, tako i u pogledu ulagačkih ciljeva.

vrijednosnih papira,<sup>13</sup> dok je institucionalni investitor isključivo pravno lice (domaće ili strano), koje posluje kao investicijski fond, penzioni fond, banka, osiguravajuće ili reosiguravajuće društvo ili drugo pravno lice koje na osnovu svoje registrirane poslovne djelatnosti može procijeniti značaj buduće investicije u vrijednosne papire. I ZOTHOV slijedi podjelu na investitore i institucionalne investitore, s tim da daje nešto kraću definiciju investitora u odnosu na ZOTVP, u okviru koje je investitor određen kao domaće ili strano lice koje investira u hartije od vrijednosti. Definicija institucionalnog investitora se također u velikoj mjeri slaže sa definicijom sadržanom u ZOTVP-u, uz manju dopunu da institucionalni investitori mogu biti brokersko-dilerska društva, kao i druga pravna lica, kojima je Komisija za hartije od vrijednosti odobrila status institucionalnog investitora, a koja „zbog vrste svoje djelatnosti“ mogu da procijene značaj buduće investicije u hartije od vrijednosti.<sup>14</sup> ZOTVP poznaje i kategoriju „vanjski investitor“ koja označava domaće ili strano fizičko i pravno lice, koje nije dioničar, ni zaposlenik emitenta, niti je institucionalni investitor,<sup>15</sup> dok ZOTHOV ne sadrži navedenu kategoriju.

Iz navedenog je vidljivo da postoje razlike između entitetskih propisa. Razlika se ogleda u tome što ZOTVP predviđa da se pojmom profesionalnog investitora obuhvataju kategorije domaćih ili stranih pravnih lica koje su izričito navedene (investicijski fond, penzioni fond, banka, osiguravajuće ili reosiguravajuće društvo), ali i pravne osobe koje na osnovu svoje registrirane poslovne djelatnosti mogu procijeniti značaj buduće investicije u vrijednosne papire. Definicija sadržana u ZOTHOV-u pored izričito navedenih kategorija domaćih i stranih pravnih lica koje se smatraju institucionalnim investitorom, predviđa mogućnost dodjele statusa institucionalnog investitora i drugim pravnim licima pod uvjetom da su dobila odobrenje Komisije za hartije od vrijednosti i da mogu da procijene značaj buduće investicije zbog vrste djelatnosti koju obavljaju. Dakle, u Federaciji Bosne i Hercegovine pravna lica koja su izričito navedena, samo na osnovu svoje registrirane djelatnosti stiču status institucionalnog investitora, dok u Republici Srpskoj, takvim pravnim licima status institucionalnih investitora odobrava Komisija za hartije od vrijednosti.

U evropskom pravu, tačnije u Direktivi o obeštećenju investitora,<sup>16</sup> pod pojmom investitora podrazumijeva se svaka osoba koja je povjerila svoj novac ili instrumente investicionoj kompaniji u vezi sa obavljanjem investicionih poslova.<sup>17</sup> S druge strane, Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata<sup>18</sup> sadrži pojam klijenta koji

<sup>13</sup>Čl. 2(1) (h) ZOTVP-a.

<sup>14</sup>Čl. 2. ZOTHOV-a.

<sup>15</sup>Čl. 2(1)(j) ZOTVP-a

<sup>16</sup>European Parliament and Council Directive 97/9/EC on investor-compensation schemes, OJ L 84/22/97.

<sup>17</sup>Čl. 1(4) Direktive 97/9/EC.

<sup>18</sup>European Parliament and Council Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments, OJ L 145/1/04 (MiFID). U cilju implementacije MiFID-a, Evropska komisija je 10. augusta 2006. godine donijela i dva posebna akta i to implementirajuću Direktivu 2006/73 o organizacionim zahtjevima i uvjetima

obuhvaća svaku pravnu ili fizičku osobu kojoj investiciona kompanija pruža investicione i/ili prateće usluge,<sup>19</sup> i razlikuje tri tipa klijenata: profesionalne i individualne klijente i ugovornu stranu. Individualnim klijentom se smatraju sve osobe koje nisu profesionalni klijenti, a koji su u Aneksu II definirani kao klijenti koji posjeduju iskustvo, znanje i stručnost da donesu vlastite odluke o ulaganju i na odgovarajući način procjene rizike kojima se izlažu. Podjela profesionalnih klijenata sadržana u Dijelu I Aneksa II, uglavnom pokriva institucionalne investitore koji ne trebaju visok nivo zaštite koji je predviđen za neprofesionalne investitore, odnosno za potrošače. U Aneksu I predviđena je mogućnost optiranja profesionalnog klijenta za zaštitu koja je predviđena za neprofesionalne klijente, odnosno mogućnost da osoba koja ne spada u kategoriju profesionalnog klijenta može zahtijevati da bude tretirana kao profesionalni klijent. Tako, privatnim ili individualnim investitorima može biti dozvoljeno da se odreknu zaštite koja im je pružena pravilima o obavljanju poslova, što znači da ih investicione kompanije mogu tretirati kao profesionalce, ako se ispune propisani uvjeti. Ipak, kada su u pitanju ovi klijenti, izričito je propisano da ne treba pretpostavljati da oni posjeduju tržišno znanje i iskustvo usporedivo sa onim koje imaju kategorije izričito navedene u Aneksu II, te da investiciona kompanija mora izvršiti prikladne procjene stručnosti, iskustva i znanja klijenta, koje daju potrebna uvjerenja da je klijent sposoban da, u svijetlu prirode transakcije ili usluge koja je predviđena, donese odluku o ulaganju i da razumije rizike koji su uključeni.

### Pravni mehanizam sprečavanja tržišnih zloupotreba u Evropskoj uniji

Jedinstveno tržište finansijskih usluga, izgrađeno na principu *kontrole matične države članice* i principu *uzajamnog priznavanja* utemeljeno je na implementaciji dogovorenih minimalnih standarda prudencijalne supervizije (European Commission, 1996).<sup>20</sup> Kao rezultat toga pružaoci finansijskih usluga mogu da slobodno djeluju širom Evropske unije, što je dovelo do povećanja konkurencije i većeg potrošačkog izbora. Uređenje sektora finansijskih usluga, prvenstveno motivirano uspostavljanjem neophodnih uslova za slobodnu cirkulaciju finansijskih usluga, imalo je kao jednu od posljedica i povećanje zaštite dostupne potrošaču koji povjerava svoj novac i finansijski interes industriji finansijskih usluga. Iako su direktive usmjerene na regulisanje finansijskih usluga, također donijele i određenih broj odredbi kreiranih da štite interese potrošača u posebnim područjima (npr. propisi primjenjivi na ugovore osiguranja, pravnu zaštitu, pravo na povlačenje, minimum

---

djelovanja investicionih kompanija i definiranim pojmovima, OJ L 241/26/06; i posebne Uredbe 1287/2006/EC koja se odnosi na obaveze čuvanja izvještaja investicionih kompanija, izvještavanje o transakcijama, transparentnosti tržišta, prijemu finansijskih instrumenata na trgovanje i definicijama pojmova, OJ L 241/1/06.

<sup>19</sup>Čl. 4(1)(12) MiFID-a.

<sup>20</sup>European Commission, COM 96-209; Financial Services: Meeting Consumers' Expectations, Green Paper, May 1996. str 3.

informacija, te principi poslovanja), one su u prvom redu bile namijenjene finansijskim institucijama, tako da je zaštita potrošača imala sporedan značaj.

Podsticanje konkurencije između pružaoca usluga, unapređenje učinkovitosti finansijskih sistema i alokacija sredstava širom Evrope, neki su od osnovnih ciljeva jedinstvenog evropskog tržišta. Jedinstveno tržište je investitorima nudilo mogućnosti transnacionalnog ulaganja uz smanjenje rizika karakterističnog za pojedine države i mogućnost uvrštavanja na svoje portfelje šireg izbora vrijednosnih papira (Lee, 2009). Regulacija tržišta vrijednosnih papira je bila usmjerena na zaštitu investitora od različitih tržišnih nedostataka koji su jedan od osnovnih uzročnika gubitka povjerenja investitora i napuštanja tržišta. Pravni okvir zaštite investitora na jedinstvenom tržištu temelji se na odredbama Direktive 97/9/EZ o obeštećenju investitora i četiri ključne direktive donesene nakon Akcionog plana za finansijske usluge: Prospektne Direktive,<sup>21</sup> Direktive o transparentnosti,<sup>22</sup> Direktive o zloupotrebi tržišta<sup>23</sup> i MiFID-a. Od navedenih pravnih instrumenata za ovaj rad od posebnog je značaja Direktiva o zloupotrebi tržišta čije će odredbe biti detaljnije razmatrane.

### **Direktiva o zloupotrebi tržišta**

Preduslovi ekonomskog rasta i bogatstva društva su uspješno funkcionisanje tržišta vrijednosnih papira i povjerenje javnosti, kojima u velikoj mjeri štete tržišne zloupotrebe. Direktiva o zloupotrebi tržišta predstavljena je kako bi se spriječile tržišna manipulacija i trgovina povlaštenim informacijama, ali i ubrzala javna objava povlaštenih informacija,<sup>24</sup> imajući u vidu da brzo i pošteno otkrivanje informacija javnosti unapređuje tržišni integritet, dok selektivno otkrivanje od strane emitenta može dovesti do gubitka povjerenja investitora u integritet finansijskih tržišta.<sup>25</sup> Savremeni napredak tehnologije i moderne komunikacijske metode omogućile su profesionalnim tržišnim učesnicima, kao i privatnim investitorima jednak pristup

---

<sup>21</sup> European Parliament and Council Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345/64/03.

<sup>22</sup> European Parliament and Council Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 390/38/04.

<sup>23</sup> European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96/16/03. Naziva se Direktiva o zloupotrebi tržišta ili Direktiva o zloupotrebama na tržištu kapitala (navedeni izraz koristi Čulinović-Herc, 2004) ili prema engleskom nazivu MAD (*Market Abuse Directive*).

<sup>24</sup> Povlaštena informacija je svaka informacija koja je dovoljno precizna i nije objavljena, te koja se odnosi, direktno ili indirektno, na jednog ili više emitenata finansijskih instrumenata ili na jedan ili više finansijskih instrumenata. S tim ad informacija koja može imati značajan uticaj na razvoj i formiranje cijena na uređenom tržištu odnosno da se kao takva može smatrati kao informacija koja se indirektno odnosi na jednog ili više emitenata finansijskih instrumenata ili jednog ili više povezanih derivativnih instrumenata - tačka 16. Preambula Direktive.

<sup>25</sup> Preambula Direktive, tačka 24



finansijskim informacijama na finansijskom tržištu, ali i povećavale rizik širenja lažnih ili obmanjujućih informacija.<sup>26</sup> Trgovina povlaštenim informacijama i tržišna manipulacija sprečavaju potpunu i odgovarajuću tržišnu transparentnost, koja je preduvjet trgovanja za sve ekonomske učesnike na integriranim finansijskim tržištima.<sup>27</sup>

Prije usvajanja Direktive o trgovini povlaštenim informacijama iz 1989. godine, trgovina povlaštenim informacijama je bila različito regulirana u državama članicama, tako da je u nekim državama smatrana krivičnim djelom, dok je u drugim bila posve legalna (Engle, 2006:26).<sup>28</sup> Direktiva o trgovini povlaštenim informacijama je ubrzo pokazala svoj ograničen domet u borbi s tržišnim zloupotrebama, zbog čega se pristupa izradi nove direktive koja će harmonizirati propise o otkrivanju i sankcionisanju svih oblika tržišnih zloupotreba i na taj način uspostaviti efikasniji mehanizam njihovog sprečavanja. Nakon obimnih konsultacija 28. januara 2003. godine usvojena je Direktiva o tržišnim zloupotrebama. Mnoge odredbe Direktive o trgovini povlaštenim informacijama, preuzete su u Direktivu o zloupotrebi tržišta. Ipak, između ova dva instrumenta postoje i određene razlike (Siems, 2008:3): prvo, obim trenutnog evropskog prava je širi, jer ne pokriva samo trgovinu povlaštenim informacijama (eng. *insider dealing* ili *insider trading*),<sup>29</sup> već i *ad hoc* publicitet i tržišnu manipulaciju; drugo, evropsko pravo je postalo „dublje“ budući da Direktiva o zloupotrebi tržišta slijedi koncept maksimalne harmonizacije, što znači da države članice ne mogu predvidjeti niti blaže niti strožije propise (pogledati: Enriques i Gatti, 2007); treće, pravo o zloupotrebi tržišta je rezultat Lamfalussy-evog modela zakonodavnog postupka, što u principu znači da se sastoji od niza odredbi sa više nivoa koje su ujedno i opsežnije.<sup>30</sup>

Direktiva o zloupotrebi tržišta je usmjerena na prevenciju i kažnjavanje niza ponašanja poput: poduzimanja, preporuka ili podsticanja transakcija koje uključuju finansijske instrumente na osnovu povlaštenih informacija, neopravdano otkrivajući povlaštene informacije trećim licima ili manipulisanja tržištem putem širenja lažnih informacija ili različitih vrsta lažnih transakcija (Enriques, Gatti, 2007:16). Imajući u vidu da je cilj zakonodavstva usmjerenog protiv zloupotrebe povlaštenih informacija bio istovjetan cilju zakonodavstva protiv tržišne manipulacije: osiguranje integri-

---

<sup>26</sup> Preambula Direktive, tačka 25.

<sup>27</sup> *Ibidem*, tačka 15

<sup>28</sup> Trgovina povlaštenim informacijama je bila legalna u Njemačkoj sve do 1994. godine.

<sup>29</sup> „Insider dealing“ je pojam koji se više koristi u Evropi dok je „insider trading“ uobičajeniji u SAD.

<sup>30</sup> Na prvom nivou Direktiva 2003/6/EC o zloupotrebi tržišta osigurava osnovni pravni okvir, na drugom nivou Direktive 2003/124/EC, 2003/125/EC i 2004/72/EC i Uredba 2273/2003 specificiraju neke tehničke detalje, dok na trećem nivou CESR (Komitet evropskih regulatora vrijednosnih papira) objavljuje smjernice o zajedničkom djelovanju Direktive. Na četvrtom nivou Komisija osigurava usklađenost sa evropskim pravom (pogledaj Siems, 2008).

teta finansijskih tržišta i unapređenje povjerenja investitora,<sup>31</sup> bilo je poželjno da se usvoje kombinirana pravila kako bi se adekvatno borili i protiv trgovine povlaštenim informacijama i tržišne manipulacije.<sup>32</sup>

### **Insider dealing – trgovina povlaštenim informacijama**

Trgovina povlaštenim informacijama predstavlja jedan od osnovnih oblika zloupotrebe tržišta.<sup>33</sup> Ključni razlog njene zabrane sadržan je u nastojanju da se osigura jednakost između ugovornih strana u tržišnim transakcijama, na način da se sprečava da jedna strana, koja posjeduje povlaštenu informaciju i koja je zbog toga u privilegiranom položaju vis-à-vis drugih investitora, profitira na osnovu te informacije na štetu onih koji ne znaju za nju.<sup>34</sup> Drugim riječima, zabrana je zasnovana na uvjerenju da je upotreba informacija od strane osoba koje se nalaze u privilegiranom položaju nepoštena (Adungo, 2009; Fried, 1998). Međutim, postoje i suprotna stajališta koja ističu pozitivne strane trgovine povlaštenim informacijama (Manne, 1966), odnosno koja negiraju tvrdnje da trgovina povlaštenim informacijama šteti investitorima i narušava povjerenje investitora u tržište vrijednosnih papira, što rezultira njihovim povlačenjem (Bainbridge, 2000).

Direktiva o zloupotrebi tržišta koristi dva glavna regulatorna sredstva: *ex-post* sankcije za one koji su bili uključeni u trgovanje povlaštenim informacijama ili tržišne manipulacije i zaštitna pravila kako bi se ograničio rizik da se zabranjena ponašanja unaprijed pojave (Enriques i Gatti, 2006).

Ključan korak za definiranje trgovine povlaštenim informacijama predstavlja određene pojma povlaštene informacije i insajdera.

Povlaštena informacija je u članu 1(1) Direktive određena kao „informacija precizne prirode koja nije bila javno dostupna i koja se posredno ili neposredno odnosi na jednog ili više izdavatelja finansijskih instrumenata ili na jedan ili više finansijskih instrumenata, te koja bi, kada bi bila javno dostupna, vjerovatno imala značajan uticaj na cijene tih finansijskih instrumenata“. Pored navedene definicije Direktiva sadrži i dvije definicije povlaštene informacije koje se odnose na izvedenice robe<sup>35</sup> i

---

<sup>31</sup> Slučajevi kada dolazi do iznenadnih promjena cijena vrijednosnih papira, prije nego što se objavi vijest, može prouzrokovati sumnju kod većine investitora da se dešava nešto o čemu oni nemaju informacije, a što u konačnici ima za posljedicu prestanak aktivnog učešća individualnih investitora na tržištu.

<sup>32</sup> Preambula Direktive, tačka 12.

<sup>33</sup> Preambula Direktive, tačka 12.

<sup>34</sup> Case C-45/08 *Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor Bank-, Financie- en Assurantiewezenen CBFA* (2009), ECR I-0000 - *Spector Photo Group*, para. 48. Pogledati i Case C-391/04 *Ipourgos Ikonomikon, Proistamenos DOI Amfissas v Charilaos Georgakis* (2007), ECR I-3741- *Georgakis*, para. 38.

<sup>35</sup> U odnosu na izvedenice koje se odnose na robu, povlaštena informacija znači informaciju precizne prirode koja nije bila javno dostupna i posredno ili neposredno se odnosi na jednu ili više tih izvedenica

osobe zadužene za izvršavanje naloga.<sup>36</sup> Određeni elementi navedene definicije - uvjeti da se radi o informaciji „precizne prirode“ i da postoji „vjerovatnost značajnog uticaja na cijenu finansijskih instrumenata“ podložni su različitim interpretacijama. Stoga, da bi se takve situacije prevenirale putem interpretativne Direktive drugog nivoa 2003/124/EC<sup>37</sup> u članu 1(1) su data potrebna pojašnjenja: smatrat će se da je informacija precizne prirode ukoliko ukazuje na skup okolnosti koje postoje ili za koje se može razumno pretpostaviti da će nastati ili na događaj koji se desio ili za koji se razumno može očekivati da se desiti, a da su pri tome okolnosti ili događaj dovoljno određeni kako bi se mogao izvesti zaključak o mogućem njihovom utjecaju na cijenu finansijskog instrumenta ili povezanih derivata finansijskih instrumenata. Pojašnjenje „vjerovatnosti značajnog uticaja na cijenu finansijskih instrumenata“ izvršeno je tako što je u članu 1(2) navedeno da to podrazumijeva informaciju koju bi razuman investitor vjerovatno uzeo u obzir kao dio osnove za donošenje svojih investicijskih odluka. Navedena pojašnjenja sadržana u Direktivi drugog nivoa ipak nisu bila zadovoljavajuća za pojedine autore koji zahtijevaju još veću preciznost u definiranju povlaštenih informacija i jasnije smjernice u pogledu njihovog određenja radi osiguranja izvjesnosti, učinkovitosti i predvidivosti na tržištu, budući da su zloupotrebe tržišta u pravilu sankcionisane krivičnim i administrativnim mjerama (Adungo, 2009:22).

Direktiva pravi razlike između primarnih i sekundarnih insajdera, gdje se primarnim insajderom smatra svaka osoba koja posjeduje povlaštenu informaciju:<sup>38</sup> a) na temelju svog članstva u upravnim i nadzornim tijelima izdavatelja, ili b) na temelju svog udjela u kapitalu izdavatelja, ili c) na temelju svojeg pristupa informaciji kroz obavljanje svojeg posla, profesije ili dužnosti, ili d) na temelju počinjenog krivičnog djela.<sup>39</sup>

Sekundarnim insajderom se smatra bilo koja druga osoba koja posjeduje povlaštenu informaciju i koja zna ili je trebala znati da je riječ, o povlaštenoj informaciji.<sup>40</sup> Tako da u slučaju sekundarnih insajdera postoji dodatni subjektivni element u odnosu na primarne insajdere. Ipak u većini slučajeva iz prakse nije bitno da li je

---

te koju korisnici tržišta na kojima se tim izvedenicama trguje očekuju primiti u skladu s prihvaćenim tržišnim praksama na takvim tržištima – čl. 1(1) Direktive o zloupotrebama na tržištu.

<sup>36</sup> Za osobe zadužene za izvršavanje naloga koji se odnose na finansijske instrumente, povlaštena informacija također znači informaciju koju je prenio klijent i odnosi se na naloge klijenta u izvršavanju, koja je precizne naravi, koja se neposredno ili posredno odnosi na jednog ili više izdavatelja finansijskih instrumenata ili na jedan ili više finansijskih instrumenata, i koja bi, kada bi bila javno dostupna vjerovatno imala značajan uticaj na cijene tih finansijskih instrumenata ili na cijenu povezanih izvedenih finansijskih instrumenata - čl. 1(1) Direktive o zloupotrebama na tržištu.

<sup>37</sup> OJ L 339/70/03.

<sup>38</sup> Čl. 2(1).

<sup>39</sup> Preambula 14 i čl. 2(2)(d). U literaturi su iznesena stajališta da ovakav pristup predstavlja odgovor na 11.09.2001. godine kao izraz borbe protiv finansiranja terorističkih aktivnosti (Siems, 2008), odnosno da dodavanje počinitelja krivičnih djela listi primarnih insajdera bilo nužno uslijed sumnji o organiziranom kriminalu i terorističkim grupama na tržištu vrijednosnih papira (Avougleas, 2005).

<sup>40</sup> Član 4.

neko primarni ili sekundarni insajder (Siems, 2008). Stoga se može reći da u pravnom sistemu Evropske unije u pogledu primarnih insajdera vrijedi pretpostavka da su svjesni prirode informacije s kojom raspolažu, dok s druge strane, sekundarni insajderi koji dođu do povlaštene informacije ne moraju uvijek znati da je informacija povlaštena (Adungo, 2009).<sup>41</sup>

Prva kategorija primarnih insajdera nije bila predmet rasprava budući da se radi o osobama koje s obzirom na prirodu poslova koje obavljaju imaju pristup povlaštenim informacijama te su općeprihvaćene legislativne zabrane koje ih sprečavaju da iskoriste svoj povlašten položaj.

Druga kategorija primarnih insajdera odnosi se na dioničare. Činjenica da su dioničari izdvojeni kao primarni insajderi bila je dugo vremena predmet rasprava, jer ih se njih teško može svrstati u istu grupu s članovima nadzornih odbora i uprave, premda i oni zbog svog položaja mogu imati pristup povlaštenim informacijama. U literaturi postoje mišljenja da presumpcija o poznavanju povlaštenih informacija prihvatljiva samo kod dioničara koji imaju kvalificirani udio u kapitalu društva (Čulinović-Herc, 2004).<sup>42</sup>

Ipak, kategorija primarnih insajdera koja je izazvala najviše nedoumica je tzv. treća kategorija koja obuhvata osobe koje mogu doći do povlaštenih informacija putem obavljanja svog posla, profesije ili dužnosti. Navedena kategorija obuhvata računovođe, revizore, advokate, istraživače. Spomenute nedoumice u pogledu ove grupe primarnih insajdera zasnivaju se na pitanju da li se navedenom kategorijom mogu obuhvatiti i finansijski novinari i analitičari (jer i oni mogu raspolagati povlaštenim informacijama prije nego one postanu javne) (Adungo, 2009; Čulinović-Herc, 2004; Imamović-Čizmić, 2006). Međutim, tu situaciju treba razlikovati od situacije kada oni dolaze do određenih saznanja isključivo putem analize javno dostupnih informacija kada se ne mogu smatrati odgovornim za trgovinu povlaštenim informacijama.

Zabrana trgovine povlaštenih informacija propisana Direktivom o zloupotrebi tržišta obuhvata i pravne osobe.<sup>43</sup> U Direktivi je navedeno da u slučaju kada se zabrana upotrebe povlaštene informacije odnosi na pravnu osobu, ta zabrana obuhvata i fizičke osobe koje učestvuju u donošenju odluke da se obavi transakcija za račun navedene pravne osobe. Očita je namjera zakonodavca da na taj način

---

<sup>41</sup> Pravni sistemi Evropske unije i Velike Britanije predviđaju da se takvi slučajevi ne kvalificiraju kao zloupotreba povlaštene informacije i stoga neće biti sankcionirani.

<sup>42</sup> Ipak i autorica se djelomično ograđuje od vlastite tvrdnje jer i sama dalje u tekstu navodi da se navedeno pitanje ne može bezuvjetno vezati uz veličinu udjela jer u slučaju dioničara koji ima pravo prvenstva pri upisu novih dionica (kod povećanja temeljnog kapitala) za očekivat je da će taj dioničar među prvima posjedovati povlaštenu informaciju o povećanju temeljnog kapitala.

<sup>43</sup> Član 2(2).

otkloni mogućnost da fizičke osobe izbjegnu odgovornost tako što će tvrditi da je transakcija obavljena od strane pravne osobe.

Direktiva zabranjuje primarnim i sekundarnim insajderima da:

- I. Upotrijebe povlaštenu informaciju prilikom sticanja ili otpuštanja ili prilikom pokušavanja da steknu ili otpuste finansijske instrumente, neposredno ili posredno, za vlastiti račun ili za račun treće osobe (eng. *dealing* ili *trading*);<sup>44</sup>
- II. otkrivanje ili činjenje dostupnom povlaštene informacije bilo kojoj drugoj osobi, osim ako se informacija otkrije ili učini dostupnom prilikom redovnog obavljanja posla, profesije ili dužnosti (eng. *disclosing*);<sup>45</sup>
- III. preporučivanje nekoj osobi ili navođenje te osobe da na temelju povlaštene informacije stekne ili otpusti finansijske instrumente na koje se ta informacija odnosi (eng. *recommending* i *inducing*).<sup>46</sup>

Međutim, prilikom preuzimanja definicije zabrane trgovine povlaštenim informacijama iz člana 2(1) Direktive države članice nisu zauzele jedinstveno stajalište u pogledu tumačenja pojma 'upotrebe povlaštene informacije', što je prouzrokovalo različite posljedice. Evropska komisija (2009) je istakla da se na prostoru Evropske unije mogu razlikovati dva pristupa: prvi pristup sastoji se u tome da se zabrana trgovine povlaštenim informacijama krši uvijek kada osoba koja posjeduje povlaštenu informaciju trguje (ili pokuša da trguje), dok prema drugom pristupu upotreba povlaštene informacije postoji samo onda kada osoba trguje (ili pokuša da trguje) na temelju te informacije. Ukoliko se slijedi prvi pristup, bilo bi općenito dovoljno dokazati da osoba koja ima u posjedu povlaštenu informaciju zna ili treba da zna da je to povlaštena informacija kada je obavljeno trgovanje (ili pokušaj trgovanja), stoga je ovaj pristup obuhvatio veliki krug situacija koje su mogle biti potencijalno sankcionisane, jer je povreda zasnovana na objektivnim elementima što je relativno jednostavno za supervizora da procjeni (European Commission, 2009). Prema drugom pristupu, slučaj trgovine povlaštenim informacijama može da postoji samo ukoliko je dokazano da je motiv za trgovanje zasnovan na posjedovanju povlaštene informacije, što može potencijalno rezultirati izuzećem nekih situacija: a) kada je strana u pitanju sposobna da uvjeri nadležno tijelo da je odluku o trgovanju donijela prije posjedovanja povlaštene informacije (npr. pokazujući da je obavila istraživanje); i b) kada nadležno tijelo nije u mogućnosti da prikupi dokaze o razlozima date strane za trgovanje (European Commission, 2009). Drugi pristup podržava i Hansen (2009:13-14) koji ističe da zahtjev upotrebe povlaštene informacije podrazumijeva osobu koja aktivno nastoji da ostvari prednost koju daje povlaštena informacija, bez obzira na to da li je bilo kakva korist zaista i ostvarena.

---

<sup>44</sup>Čl. 2(1).

<sup>45</sup>Čl. 3(1)(a).

<sup>46</sup>Čl. 3(1)(b).

Zbog toga on smatra da u slučajevima kada je nije bilo nastojanja da se takva prednost ostvari, npr. zbog jednakosti informiranosti ugovornih strana, ili informirana strana razmotri povlaštenu informaciju u uvjetima transakcije ili je transakcija zasnovana na uvjetima o kojima je postignuta suglasnost prije pojave povlaštene informacije, zabrana trgovine povlaštenim informacija nije prekršena.

Konačan odgovor na pitanje kako tumačiti navedenu odredbu dao je Evropski sud pravde u slučaju *Spector Photo Group*.<sup>47</sup> Dugo očekivana presuda je donesena 23. decembra 2009. godine. U pogledu pravilne interpretacije člana 2(1) Direktive 2003/6/EC Sud je zauzeo stajalište da činjenica da je osoba iz drugog stava istog člana (primarni insajder) u posjedu povlaštene informacije sticala ili otpuštala ili pokušala da stekne ili otpusti finansijske instrumente, neposredno ili posredno, za vlastiti račun ili za račun treće osobe, implicira da je ta osoba 'upotrijebila tu informaciju' u okviru značenje te odredbe, ali bez dovođenja u pitanje prava na odbranu i posebno prava da se opovrgne ta pretpostavka. Stoga Sud u *Spector Photo Group* naglašava da pitanje da li je ta osoba prekršila zabranu mora biti analizirano u svjetlu svrhe Direktive koja je da zaštiti integritet finansijskih tržišta i da ojača povjerenje investitora, koje je zasnovano na uvjerenju da će investitori imati jednak položaj i biti zaštićeni od zloupotrebe povlaštenih informacija. Obrazloženje dato u presudi zasniva se na stajalištu da u članu 2(1) Direktive nije propisano da zabranjena transakcija mora biti obavljena sa 'punim znanjem o činjenicama', već samo zabranjuje primarnim insajderima da upotrijebe povlaštenu informaciju kada ulaze u tržišne transakcije.<sup>48</sup> Samom odredbom nisu određeni subjektivni uvjeti u odnosu na namjeru iza tih činjeničnih radnji, stoga nije precizirano da primarni insajder mora imati špekulativnu namjeru ili imati namjeru prevare ili djelovati s namjerom ili iz nehaja, niti je izričito navedeno da je neophodno ustanoviti da je povlaštena informacija bila presudna u odluci da se stupi u tržišnu transakciju koja je u pitanju ili da je primarni insajder trebao biti svjestan da je informacija u njegovom posjedu povlaštena informacija.<sup>49</sup> Prema mišljenju Suda izostanak subjektivnog elementa iz čl. 2(1) može biti objašnjen specifičnom prirodom trgovine povlaštenim informacijama, koja omogućava presumpciju namjere kada su prisutni drugi konstitutivni elementi.<sup>50</sup> Naime, odnos povjerljivosti koji povezuje tri kategorije primarnih insajdera i izdavatelja finansijskih instrumenata na koji se povlaštena informacija odnosi, podrazumijeva i njihovu posebnu odgovornost u tom pogledu, zatim stupanje

---

<sup>47</sup>Sudu je upućen zahtjev za tumačenjem izraza 'upotreba povlaštene informacije' iz člana 2(1), odnosno zahtijevano je da se utvrdi da li je za klasifikaciju transakcije kao trgovine povlaštenim informacijama dovoljno da je primarni insajder koji ima u posjedu povlaštenu informaciju trgovao finansijskim instrumentima na koje se ta povlaštena informacija odnosi ili je nužno da se dodatno utvrdi da je ta osoba 'upotrijebila' povlaštenu informaciju sa 'punim znanjem'. Važnost odluke Suda u slučaju *Spector Photo Group* (2009) za pojašnjenje definicije zabrane trgovine povlaštenim informacijama, bila je još više naglašena prijedlogom Evropske komisija da se sačeka na presudu prije nego što budu predložena ikakva pojašnjenja u procesu revizije Direktive za tržišne zloupotrebe (European Commission, 2009:12).

<sup>48</sup>*Spector Photo Group* (2009), para. 31.

<sup>49</sup>*Ibidem*, para. 32.

<sup>50</sup>*Ibidem*, para. 36.

u tržišne transakcije koje je rezultat niza odluka koje sačinjavaju kompleksan kontekst koji načelno omogućava isključenje mogućnosti da je poduzimač tih transakcija mogao djelovati bez svijesti o svojim radnjama, te se stoga mora smatrati da je prilikom donošenja odluke primarnog insajdera o stupanja u transakciju u trenutku kada je raspolagao s povlaštenom informacijom, ta informacija imala značajan uticaj na njeno donošenje.<sup>51</sup> Dakle, Evropski sud pravde tumači povredu zabrane upotrebe povlaštenih informacija imajući u vidu objektivne elemente definicije (da je primarni insajder u vrijeme kada je sticao ili otpuštao ili pokušao da stekne ili otpusti finansijske instrumente, posredno ili neposredno, za vlastiti račun ili za račun treće osobe, raspolagao sa povlaštenom informacijom) na osnovu kojih se pretpostavlja namjera primarnog insajdera. Što znači da se Sud opredijelio za prvi pristup koji olakšava sankcionisanje trgovine povlaštenim informacijama.

Direktiva predviđa određene izuzetke od propisanih zabrana. Zabrana upotrebe povlaštene informacije prilikom sticanja ili otpuštanja ili pokušaju sticanja ili otpuštanja, za vlastiti račun ili za račun treće osobe, neposredno ili posredno, finansijskih instrumenata na koje se ta informacija odnosi, neće se primijeniti na transakcije kojima se stiču ili otpuštaju finansijski instrumenti, koje su poduzete radi izvršenja dospjele obaveze u slučaju kada je ta obaveza proizlazi iz ugovora zaključenog prije nego što je osoba u pitanju došla do povlaštene informacije.<sup>52</sup> Također, Direktiva neće primjenjivati zabrane na transakcije koje države članice, Evropski sistem centralnih banaka, centralne banke država članica ili neko drugo službeno imenovano tijelo ili osoba koja djeluje u njihovo ime obavljaju u provođenju monetarne politike, tečajne politike ili politike upravljanja javnim dugom.<sup>53</sup> Nadalje, zloupotrebama se neće smatrati programi otkupa vlastitih dionica te stabilizacija finansijskih instrumenata pod uvjetom da su izvršeni u skladu sa implementirajućim mjerama usvojenim u skladu sa procedurama propisanim u članu 17(2).<sup>54</sup> Izuzetak od zabrane je i dozvola da se otkrije ili učini dostupnom povlaštena informacija prilikom redovnog obavljanja posla, profesije ili dužnosti, s tim da u slučaju namjerne objave mora istovremeno biti poduzeta potpuna i učinkovita javna objava te informacije, a u slučaju nenamjernog otkrivanja trećim osobama bez odgađanja.<sup>55</sup> U slučaju kada je osoba kojoj je izdavalac ili osoba koja djeluje u njegovo ime ili za njegov račun otkrio povlaštenu informaciju, vezana obavezom povjerljivosti, bez obzira na to temelji li se ta obaveza na propisu, statutu ili ugovoru, objava informacije nije obavezna.<sup>56</sup> Način na koji su određeni navedeni izuzeci u Direktivi nije bio općenito ocijenjen kao uspješan, jer prema mišljenju

---

<sup>51</sup>*Ibidem.*

<sup>52</sup> Čl. 2(3).

<sup>53</sup> Čl. 7.

<sup>54</sup> Čl. 8.

<sup>55</sup> Čl. 6(3).

<sup>56</sup>*Ibidem.*

pojedinih autora to nije učinjeno s dovoljno preciznosti zbog čega je upitna njihova primjena u tržišnim uvjetima (Adungo, 2009, prema Avgouleas, 2005).

### Tržišna manipulacija

Izričita zabrana učešća u tržišnoj manipulaciji propisana Direktivom, koja se odnosi na sve osobe, zahtijevala je preciznu definiciju tržišne manipulacije kako se ne bi ostavio slobodan prostor za različite interpretacije.<sup>57</sup> Definiranje je izvršeno na veoma složen način: samom Direktivom o tržišnim zloupotrebama, zatim putem dvije direktive drugog nivoa<sup>58</sup> i smjernicama CESR.<sup>59</sup> Pojam tržišne manipulacije obuhvaća:

1. transakcije ili naloge za trgovanje:
  - a. koji daju ili postoji mogućnost da daju lažnu sliku o ponudi, potražnji ili cijeni finansijskog instrumenta;
  - b. ili koji održavaju cijenu jednog ili više finansijskih instrumenata, djelovanjem jedne ili više osoba, na neprirodnom ili umjetnom nivou.  
Osim ako osoba koja je stupila u transakciju ili izdala nalog, ustanovi da su razlozi za to legitimni i da ove transakcije ili nalozi za trgovanje su u skladu sa prihvaćenom tržišnom praksom danog uređenog tržišta;
2. fiktivne transakcije ili fiktivni nalozi za trgovanje, uključujući i ostale oblike prijevarnih 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 koja širi glasine ili takve vijesti znala ili je morala znati da je informacija lažna ili da dovodi u zabludu.<sup>60</sup>

U nastavku definicije slijedi lista ponašanja koja se pod 1., 2. i 3. smatraju tržišnom manipulacijom, a koje se odnose na:

- a) aktivnosti jedne ili više osoba koje sarađuju kako bi osigurale dominantan položaj nad ponudom ili potražnjom finansijskog instrumenta koji ima

---

<sup>57</sup> Čl. 5.

<sup>58</sup> Direktive 2003/124/EC u čl. 4. i 5. i Direktivi 2004/72/EC u čl. 2.

<sup>59</sup> Pojam tržišne manipulacije u Prijedlogu direktive o trgovini povlaštenim informacijama i tržišnoj manipulaciji – (Commission of the European Communities COM (2001) 281 final Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation - market abuse) bio je razumljiviji i koncizniji za razliku od pojma koji je uvršten u tekst Direktive.

<sup>60</sup> U pogledu novinara, kada oni djeluju u okviru svoje profesije, takvo širenje informacija se procjenjuje uzevši u obzir propise kojima je regulirana njihova struka, osim ako te osobe direktno ili indirektno stiču prednost ili dobit od širenja tih informacija.



- učinak izravnog ili neizravnog namještanja kupovnih ili prodajnih cijena ili stvaranja drugih nekorektnih uvjeta trgovanja;
- b) kupovina ili prodaja finansijskih instrumenata pred kraj trgovinskog dana s učinkom obmanjivanja investitora koji djeluju na temelju zadnje cijene trgovanja;
  - c) iskorištavanje povremenog ili redovitog pristupa tradicionalnim ili elektroničkim medijima iznošenjem mišljenja o finansijskom instrumentu ili posredno o izdavatelju, nakon što je ta osoba zauzela poziciju u tom finansijskom instrumentu i kao posljedicu toga imala korist od uticaja iznesenog mišljenja o cijeni tog finansijskog instrumenta, a da nije u isto vrijeme javnosti objavila taj sukob interesa na odgovarajući i učinkovit način.

Imajući u vidu da je osnovni cilj sprečavanja tržišnih manipulacija onemogućavanje ponašanja koja imaju destruktivan uticaj na tržište kapitala, a koja su mnogobrojna i raznovrsna, zakonodavci u pravilu nastoje da definiraju tržišnu manipulaciju putem navođenja različitih situacija i primjera. Taj pristup je slijedio i evropski zakonodavac što je rezultiralo kompleksnom definicijom tržišne manipulacije. Čulinović-Herc (2004:770) ocjenjuje navedenu definicije tržišne manipulacije kao neuspješnu, posebno kada se ima u vidu Prijedlog direktive iz 2001. godine, koji je prema mišljenju autorice bio puno uspješniji u pogledu definiranja tržišne manipulacije od Direktive, jer je sadržavao koncizniju definiciju koja je upućivala na puno dužu listu primjera koja je za adresate - suce u državama članicama razumljivija - sadrži već poznate opise zabranjenih ponašanja, pod koje je jednostavnije podvesti aktuelni činjenični sklop, za razliku od sada važeće definicije. Međutim, puno važniji nedostatak u definiranju tržišne manipulacije u Direktivi je izostavljanje pokušaja tržišne manipulacije (kada nije bilo uticaja na cijenu ili kada uticaj nije bio značajan), stoga je za pretpostaviti da će eventualne izmjene definicije u procesu revizije biti usmjerene na njegovo ispravljanje (pogledati European Commission, 2009).

U pogledu presumpcije krivice kod tržišnih manipulacija u literaturi su podijeljena mišljenja. Za pojedine autore presumpcija krivice, iako ne očita iz same definicije, predstavlja nužan element budući da sam pojam manipulacija pretpostavlja postojanje subjektivnog elementa (Siems, 2008). Autori koji zastupaju suprotno stajalište ističu da, kao i u slučaju trgovine povlaštenim informacijama, nije potrebno dokazivati namjeru (Adungo, 2009).<sup>61</sup>

### **Ad hoc publicitet**

U Direktivi o zloupotrebi tržišta sadržan je zahtjev da države članice osiguraju da izdavatelji finansijskih instrumenata obavijeste javnost što je prije moguće o pov-

---

<sup>61</sup> Smatra se da je ovaj pristup izabran kako bi se povećao broj uspješno procesuiranih slučajeva tržišne manipulacije.

laštenoj informaciji koja se neposredno odnosi na njih.<sup>62</sup> Dakle, Direktiva propisuje *ad hoc* publicitet (eng. *disclosure*) za određene informacije. Prema Siems-u (2008:12) to služi dvjema svrhama-s jedne strane, ona je usmjerena na prevenciju trgovanja povlaštenim informacijama, jer kada se javno objave povlaštene informacije prestaju da budu povlaštene i stoga ne može doći do njihove zloupotrebe. S druge strane, *ad hoc* publicitet doprinosi alokativnoj učinkovitosti tržišta kapitala- što više informacija izdavatelj objavi, tačnija postaje cijena finansijskih instrumenata i tržište kapitala uspješno usmjerava investicije ka najboljim izdavateljima. Direktiva drugog nivoa 2003/124/EC detaljnije razrađuje oblike i rokove objave. Ne razmatrajući mjere koje mogu biti poduzete da bi se osigurao *ad hoc* publicitet, Direktiva propisuje da će države članice osigurati da izdavatelji u određenom vremenskom roku, objave na svojim Internet stranicama sve povlaštene informacije koje moraju biti javno objavljene.<sup>63</sup>

Izdavatelj može na temelju vlastite odgovornosti odgoditi javnu objavu zbog svojih „legitimnih interesa“, pod uvjetima da nije vjerovatno da će to izostavljanje zavarati javnost i da je izdavatelj sposoban da osigura tajnost te informacije.<sup>64</sup> Direktiva 2003/124/EC u članu 3(1) navodi primjere kada se odgoda objave informacije može smatrati opravdanom: a) ako postoji vjerovatnost da bi objava informacija uticala na uobičajeni tok ili ishod pregovora, a posebno ako se izdavatelj u teškoj finansijskoj poziciji; b) ako su u pitanju odluke koje su donijeli članovi uprave koje treba da odobre drugi organi izdavatelja da bi stupile na snagu pod uslovom da bi javna objava informacije prije njenog odobrenja, uz istovremenu objavu informacije da nije odobrenje dato, budući da se na taj način može ugroziti ispravno vrednovanje te informacije od strane javnosti (pogledati Čulinović-Herc, 2004:766-767).

Države članice moraju osigurati da javna objava povlaštenih informacija od strane izdavatelja bude učinjena na način koji omogućava brz pristup i potpunu, tačnu i pravovremenu procjenu informacije od strane javnosti.<sup>65</sup> *Ad hoc* publicitet ne smije biti kombiniran na obmanjujući način s reklamiranjem izdavateljevih aktivnosti.<sup>66</sup> Bilo koje značajne izmjene već objavljenih povlaštenih informacija, moraju također biti objavljene bez odgađanja, putem istog kanala.<sup>67</sup> Također, postoji i zahtjev da objava bude u potpunosti javna, što znači da ona ne može biti objavljena samo odabranoj grupi osoba. Ipak, kako je već navedeno, potpuna objava nije zahtijevana u slučaju ako druga osoba ima dužnost povjerljivosti.<sup>68</sup>

---

<sup>62</sup> Član 6(1).

<sup>63</sup> *Ibidem*.

<sup>64</sup> Čl. 6(2).

<sup>65</sup> Direktiva 2003/124/EC, čl. 2(1).

<sup>66</sup> *Ibidem*.

<sup>67</sup> Direktiva 2003/124/EC, čl. 2(2).

<sup>68</sup> Čl. 6(3).

## Sankcionisanje tržišnih zloupotreba

Obaveza zabrane trgovine povlaštenim informacijama i tržišne manipulacije jasno je definirana kroz odgovarajuće odredbe Direktive, međutim kada je u pitanju način njihovog sankcionisanja ona prepušta državama članicama da to učine u skladu s svojim nacionalnim pravom. U Direktivi je jasno naznačena, bez dovođenja u pitanje prava država članica da nametnu krivične sankcije, obaveza država članica da osiguraju, u skladu s svojim nacionalnim pravom, prikladne administrativne mjere ili sankcije koje mogu biti poduzete ili izrečene osobama koje su odgovorne.<sup>69</sup> Navedene mjere moraju biti učinkovite, proporcionalne i odvraćajuće. Rezultati istraživanja koje je proveo CESR (2007) su međutim pokazali da i nakon implementacije Direktive postoje značajne razlike između država članica u pogledu vrsta propisanih sankcija za tržišne zloupotrebe, kao i pogledu njihove primjene.<sup>70</sup> U nekim državama članicama su predviđene preblage sankcije zbog čega su ostvareni loši rezultati u provedbi. U okviru procesa revizije Direktive o tržišnim zloupotrebama, koji je trenutno traje, istaknuto je da je režim sankcija ustanovljen Direktivom bio usmjeren na to da u državama članicama budu uvedene sankcije koje su dovoljno teške da odvrate one koji su u iskušenju da počine tržišnu zloupotrebu te je sugerirano da bi države članice trebale propisati sankcije proporcionalne težini povrede i ostvarenim koristima koje će biti dosljedno aplicirane (European Commission, 2010:10).<sup>71</sup> Dio presude Evropskog suda pravde u slučaju *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck v. Commissie voor Bank-, Financie-en Assurantiewezen (CBFA)* odnosio se i na sankcije u smislu da je precizirano da član 14(1) Direktive mora biti tumačen u značenju da koristi ostvarene od trgovine povlaštenim informacijama mogu činiti relevantan element u svrhu određenja sankcije koja

---

<sup>69</sup> Čl. 14(1).

<sup>70</sup> Na primjer, Austrija kada su u pitanju zabranjene radnje: upotreba povlaštene informacije (eng. *dealing* ili *trading*), otkrivanje ili činjenje dostupnom povlaštene informacije (eng. *disclosing*), preporučivanje ili navođenje na temelju povlaštene informacije (eng. *recommending* i *inducing*) Austrija propisuje krivične sankcije za primarne i za sekundarne insajdere. Administrativne sankcije je propisala za tržišnu manipulaciju. S druge strane, Slovenija je predvidjela administrativne novčane sankcije za zabranjene radnje trgovine povlaštenim informacijama. Također, administrativne kazne su predviđene i u slučaju tržišne. U slovenskom pravu se ne smatra krivičnim djelom te se stoga ne primjenjuju krivične sankcije. Francuska za zabranjene radnje trgovine povlaštenim informacijama kojima su jednako obuhvaćeni i primarni i sekundarni insajderi kao i za tržišnu manipulaciju predviđa i administrativne i krivične sankcije.

<sup>71</sup> Državama članicama su također data i određena pojašnjenja prikladnih administrativnih mjera i sankcija: pod administrativnim mjerama se podrazumijevaju odluke koje će imati efekat okončanja povrede propisa i/ili uklanjanja posljedica te povrede. Takve mjere bi trebale barem uključivati: nalog za prestanak kršenja, privremenu zabranu aktivnosti, ispravka objavljenih lažnih ili obmanjujućih informacija i mogućnost davanja javnih obavještenja na Internet stranici nadležnih tijela; administrativne sankcije treba da označavaju odluke koje imaju odvraćajući efekat. Minimalni iznos kazne treba da bude utvrđen tako da osigurava odvratanje. U slučaju kada je kršenje odredbi Direktive o tržišnim zloupotrebama stvorilo neposredne ili posredne, mjerljive prednosti iznos kazne treba biti dvostruk u odnosu na tu korist bez obzira da li su u pitanju koristi ili izbjegnute gubici. Također, državama članicama je sugerirana objava svake mjere ili sankcije koje budu izrečene za povredu propisa kojima su preuzeta rješenja Direktive od strane nadležnih tijela, osim u slučaju kada bi takva objava ozbiljno ugrozila finansijsko tržište ili prouzrokovala nerazmjernu štetu stranama koje su uključene.

je učinkovita, proporcionalna i odvraćajuća<sup>72</sup> te da ako država članica kao dodatak administrativnim sankcijama predvidi mogućnost izricanja krivične sankcije, nije neophodno, u svrhu procjene da li je administrativna sankcija učinkovita, proporcionalna i odvraćajuća, da se uzme u obzir mogućnost izricanja i/ili težina krivične sankcije koja može biti naknadno nametnuta.

Imajući u vidu da postojanje različitih nadležnih tijela u državama članicama s različitim ovlastima može stvoriti zabunu među ekonomskim učesnicima Direktiva sugerira da u svakoj državi članici bude određeno tijelo kojem će biti povjerena odgovornost kontrole poštivanja odredbi usvojenih u skladu s Direktivom, kao i međunarodna saradnja,<sup>73</sup> a na čije odluke će se moći uložiti žalba.<sup>74</sup> Dakle, neovisno od nadležnosti pravosudnih organa, tijelo kojem je povjeren nadzor nad implementacijom ima supervizorne i istražne ovlasti nužne za obavljanje njegovih funkcija.<sup>75</sup> Široko formulirane ovlasti nadležnog tijela obuhvaćaju pravo da: pristupa svakom dokumentu u bilo kojoj formi; da zahtijeva informaciju od bilo koje osobe; vrši „on site“ inspekcije, zahtijeva telefonske izvode i izvode o prometu podataka; zahtijeva prestanak bilo koje prakse suprotne odredbama donesenim u cilju implementacije ove Direktive; suspendira trgovanje finansijskim instrumentom; zahtijeva smrzavanje ili privremeno oduzimanje sredstava; i zahtijeva zabranu obavljanja profesionalne aktivnosti.<sup>76</sup> Navedene ovlasti tijela moraju biti određene u skladu s nacionalnim pravom. U procesu revizije Direktive naznačeno je da bi istražne ovlasti tijela za nadzor nad implementacijom odredbi Direktive trebale biti značajno povećane (European Commission, 2010),<sup>77</sup> kako bi se postigla njihova veća efikasnost.

### **Pravni mehanizam sprečavanja tržišnih zloupotreba u Bosni i Hercegovini**

Vitalnu infrastrukturu svake savremene ekonomije čini učinkovit finansijski sistem (Chalmers, Hadjiemmanuil, Monti, i Tomkins, 2006), koji je osnovni pokretač i akcelerator svih ekonomskih aktivnosti (Imamović-Čizmić, 2006:161). Ključni element finansijskog sistema je finansijsko tržište čija efikasnost implicira efikasnost čitavog finansijskog sistema. Potpuno integrisano finansijsko tržište, bez obzira u kojem kontekstu djeluje: Evropske unije ili nacionalnom, donosi niz koristi koje se ogledaju u povećanju prilika za poslovanje i ulaganje, nižim troškovima transakcija i učinkovitijoj alokaciji kapitala. Finansijska tržišta u Bosni i Hercegovini su fragmentirana zbog čega se još uvijek ne može ostvariti jedinstven ekonomski prostor koji

---

<sup>72</sup> Pri čemu će metoda računanja tih ekonomskih koristi i vremenski period biti određeni nacionalnim pravom.

<sup>73</sup> Preambula Direktive, tačka 36.

<sup>74</sup> Čl. 15.

<sup>75</sup> Čl. 12(1).

<sup>76</sup> Čl. 12(2).

<sup>77</sup> Predloženo je da tim tijelima budu dodijeljene ovlasti da zatraže od nadležnih sudskih tijela odobrenje, u skladu sa nacionalnim propisima, da uđu u privatne prostorije i/ili zaplijene dokumentaciju.

će karakterizirati potpuna finansijska povezanost. Postojeća dva tržišta kapitala su regulisana i organizirana ne entitetskom nivou sa zasebnom, samostalnom legislativnom i institucionalnom strukturom. Zaštita investitora, kao što je već navedeno, predstavlja neophodan preduvjet uspješnog funkcionisanja finansijskog tržišta, tako da nivo zaštite koji je pružen na određenom finansijskom tržištu ujedno odražava njegovu opću razvijenost. Ključni instrumenti u pružanju odgovarajuće zaštite investitora u jednom pravnom sistemu su: regulacija tržišta, adekvatan sistem informisanja investitora, sistem obeštećenja investitora i sprečavanja i sankcioniranja tržišnih zloupotreba. Ne ulazeći dublje u analizu svih instrumenata zaštite investitora u Bosni i Hercegovini, jer to prevazilazi ciljeve ovog rada, neophodno je istaći da u Bosni i Hercegovini nisu zastupljeni ni jednako razvijeni svi navedeni instrumenti zaštite investitora. Sistem obeštećenja investitora nije uspostavljen ni na jednom nivou organizacije državne vlasti,<sup>78</sup> a regulacija i supervizija tržišta, sistemi informisanja, sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba uspostavljeni su na entitetskom nivou. Imajući u vidu da se u fokusu ovog rada nalazi analiza pravnog mehanizama sprečavanja tržišnih zloupotreba u tekstu koji slijedi razmatrat će se ključni segmenti zakonskog uređenja trgovine povlašćenih informacija i tržišne manipulacije u Bosni i Hercegovini.

### **Trgovina povlašćenim informacijama**

U ZOTVP je povlašćena informacija definirana kao privilegovana, povjerljiva, odnosno kao svaka informacija ili događaj koja licu koje s njom raspolaže daje prednost u odnosu na druge učesnike u prometu vrijednosnih papira i koja može imati uticaj na izdavalca vrijednosnih papira ili na tržište na kojem se prometuje vrijednosnim papirima i cijenu emitiranih vrijednosnih papira, a koja još nije javno objavljena.<sup>79</sup> Kao primjeri povlašćene informacije navedeni su:

1. precizna informacija o izdavalcu i njegovim vrijednosnim papirima, ukoliko ta informacija sadrži okolnosti koje postoje ili se očekuju ili događaj koji se zbio ili se očekuje ili ako je informacija dovoljno specifična da se može zaključiti o mogućem efektu okolnosti ili događaja koji bi uticali na cijenu vrijednosnih papira;
2. informacija koju bi investitor na osnovu razumne prosudbe mogao uzeti u obzir kao dio osnove za donošenje odluke o investiranju; i
3. druga informacija, u skladu sa zakonom i drugim propisima.

S druge strane u ZOTHOV-u definicija povlašćene informacije obuhvata sve činjenice koje nisu poznate javnosti, a odnose se na jednog ili više izdavalca hartija od vri-

---

<sup>78</sup>Kada su u pitanju druge države u regiji: Slovenija je 1. januara 2002. Zakonom o tržištu vrijednosnih papira, Hrvatska je Zakonom o tržištu kapitala koji je donesen 15. Jula 2008. godine uspostavila sistem zaštite investitora, te je na taj način uskladila svoje zakonodavstvo sa Direktivom 97/9/EC.

<sup>79</sup>Čl. 220(1) ZOTVP.

jednosti ili na hartije od vrijednosti, koje bi da su poznate javnosti mogle uticati na cijenu hartija od vrijednosti.<sup>80</sup> U Pravilniku o načinu sprečavanja zloupotreba povlašćenih informacija<sup>81</sup> koji je donijela Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske u 2009. godini izvršeno je preciziranje pojma povlaštene informacije na način da je navedeno da se „sve činjenice, događaji, radnje pisani i/ili elektronski dokumenti koji nisu poznati javnosti a odnose se na emitenta hartija od vrijednosti (kao i društva povezana sa emitentom), ili na same hartije od vrijednosti, koje bi, da su poznate javnosti, mogle uticati na cijenu hartija od vrijednosti, smatraju se povlašćenim informacijama“.<sup>82</sup>

Zakon koji je prethodio ZOTVP-u sadržavao je značajno drugačiju definiciju povlašćenih informacija gdje su se pod povlašćenim informacijama smatrali podaci o izdavatelju i njegovim vrijednosnim papirima koje licima koja njima raspolažu daju prednost u odnosu na druge učesnike u prometu vrijednosnih papira, ili mogu uticati na cijenu vrijednosnih papira.<sup>83</sup> Budući da je navedena definicija primjenjivana u F BiH sve do 2008. godine kada stupa na snagu ZOTVP, potrebno je dati kratki osvrt na raniju definiciju.

Prema Zakonu iz 1998. godine da bi se neki podatak mogao smatrati povlašćenom informacijom on je morao ispuniti sljedeće uvjete:

- da se odnosi na izdavatelja i njegove vrijednosne papire;
- da se licima koja sa njima raspolažu daju prednost u odnosu na druge učesnike u prometu vrijednosnih papira; ili
- da može uticati na cijenu vrijednosnog papira.

Već na prvi pogled vidljiv je izostanak uvjeta da se radi o informaciji koja nije javna, odnosno koja nije poznata javnosti, a koji daje smisao zabrani trgovine povlašćenim informacijama. Da se radi o informaciji koja nije dostupna javnosti tek je indirektno proizlazilo iz odredbe drugog člana koja je predviđala zabranu insajderima da javno iznose povlaštene informacije.<sup>84</sup> U pogledu prvog uvjeta, može se prigovoriti da je ovakva formulacija ograničila obim primjene definicije povlaštene informacije, odnosno izostavljen je čitav niz situacija, jer slijedeći definiciju zakonodavca podatak da bi se mogao smatrati povlašćenom informacijom mora se odnositi i na emitenta i na vrijednosni papir, što znači da se povlašćenim informacijama ne bi smatrale informacije koje se odnose samo na emitenta ili samo na vrijednosni papir. Drugi uvjet odnosi se na prednost koju povlaštena informacija daje licima koja sa njom raspolažu. Prednost se može tumačiti dvojako: kao ostvarivanje dobitka, ali

---

<sup>80</sup> Čl. 271. ZOTHOV.

<sup>81</sup> „Službeni glasnik Republike Srpske“, broj 29/09.

<sup>82</sup> Član 3(1) Pravilnika.

<sup>83</sup> Zakon o vrijednosnim papirima Federacije Bosne i Hercegovine („Službene novine FBiH“, br. 39/98, 36/99), član 117.

<sup>84</sup> *Ibidem*, čl. 119.

i kao izbjegavanje gubitka. Prema Čulinović-Herc (2004:764) procjena kada je u konkretnoj situaciji došlo do iskorištavanja prednosti vrši se prema uticaju povlaštene informacije na cijenu vrijednosnog papira na dan sklapanja pravnog posla. Treći uvjet koji je bio određen u ranijem propisu („da može uticati na cijenu vrijednosnog papira“) bez pojašnjenja o kakvom uticaju na cijenu se mora raditi, stvorio je mogućnost da se odredbe primjenjuju na slučajeve koji su beznačajni. Komparacijom navedene definicije sa definicijama povlaštenih informacija sadržanim u evropskom pravu (Direktiva iz 1989. godine i Direktiva o zloupotrebama tržišta) navedeni nedostaci su posebno vidljivi.

Imajući u vidu prethodno navedeno, „nova“ definicija sadržana u ZOTVP-u predstavlja korak naprijed, jer je u njoj sa više preciznosti određeno koja će se informacija smatrati povlaštenom:

- privilegovana, povjerljiva informacija, odnosno svaka informacija ili događaj koja licu koje sa njom raspolaže daje prednost u odnosu na druge učesnike u prometu vrijednosnih papira; i
- informacija koja može imati uticaj na izdavatelja vrijednosnih papira ili na tržište na kojem se prometuje vrijednosnim papirima i cijenu emitiranih vrijednosnih papira;
- informacija koja još nije javno objavljena.

Razmatranjem postavljenih uvjeta, vidljivo je da je zakonodavac u prvom uvjetu zadržao „davanje prednosti“ kako bi naglasio značaj koji informacija mora imati. Kao što je već navedeno prednost se može sastojati u ostvarivanju koristi, ali i u izbjegavanju štete odnosno gubitaka, a cijeni se s obzirom na uticaj informacije na cijenu vrijednosnog papira. U evropskom pravu taj uticaj na cijenu mora biti vjerovatan i značajan, a što nije prihvaćeno od strane zakonodavca u F BiH. Naime, u drugom uvjetu je dodano da ta informacija može imati i uticaj na cijenu emitiranih vrijednosnih papira (kao i na izdavatelja i tržište) bez određenja o kakvom uticaju mora da se radi. Pored toga, potrebno je naglasiti da se prvi i drugi uvjet iz definicije djelomično preklapaju, budući da se prvi uvjet „davanje prednosti“ cijeni s obzirom na uticaj na cijenu, tako da drugi uvjet predstavlja ponavljanje. Prema tome, „davanje prednosti“ bi trebalo ispustiti iz nove definicije i zadržati uvjet „uticanja na cijenu vrijednosnog papira“ što je u skladu i sa relevantnim evropskim direktivama.

U definiciji je povlaštena informacija označena kao privilegovana i povjerljiva informacija koja još nije javno objavljena, čime se jasno sugerira da pristup takvim informacijama može imati samo ograničen krug osoba. Preciznost, odnosno određenost kao i vjerovatnost značajnog uticaja informacije na cijenu nisu spomenute u definiciji, što bi svakako predstavljalo nedostatak da nije izvršena korekcija u vidu navođenja primjera koji pojašnjavaju samu definiciju. Naime, prvi primjer povlaštene informacije naveden u ZOTVP je precizna informacija o izdavatelju i njegovim vrijednosnim papirima, koja sadrži postojeće okolnosti ili okolnosti koje se

očekuju ili događaj koji se desio ili se očekuje ili koja je dovoljno specifična da se može zaključiti o mogućem efektu okolnosti ili događaja koji bi uticali na cijenu vrijednosnih papira. Drugi primjer je informacija koju bi investitor na osnovu razumne prosudbe mogao uzeti u obzir kao dio osnove za donošenje odluke o investiranju. Očito je da je zakonodavac imao u vidu odredbe Direktive drugog nivoa 2003/124 koje sadrže pojašnjenja preciznosti informacije i vjerovatnosti bitnog uticaja na cijenu - informacija je precizne prirode ako navodi skup okolnosti koji postoji ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će postojati ili događaj koji je nastao ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će nastati te ako je dovoljno specifična da omogućiti donošenje zaključka o mogućem učinku tog skupa okolnosti ili događaja na cijene finansijskih instrumenata ili povezanih izvedenih finansijskih instrumenata - čl. 1(1); vjerovatnost značajnog uticaja na cijenu postoji ako bi razumni investitor vjerovatno uzeo u obzir takvu informaciju kao dio osnove za donošenje svojih investicijskih odluka - čl. 1(2).<sup>85</sup> Stoga se može zaključiti da su tzv. primjeri koje navodi federalni zakonodavac u suštini dopune i pojašnjenja definicije povlaštene informacije.

Najznačajnije odstupanje ZOTVP-a, kao i ZOTHOV-a od evropskih rješenja je u pogledu objekta na koji se odnosi povlaštena informacija. Naime, povlaštena informacija se prema Direktivi o zloupotrebi tržišta odnosi na finansijske instrumente, dok ZOTVP i ZOTHOV definicijom povlaštene informacije obuhvataju samo vrijednosne papire/hartije od vrijednost.<sup>86</sup> Pojam finansijskih instrumenata u Direktivi o zloupotrebi tržišta obuhvaća: prenosive vrijednosne papire (onako kako su definirani u Direktivi 93/22/EEC o investicionim uslugama u oblasti vrijednosnih papira); jedinice u subjektima za zajednička ulaganja; instrumente tržišta novca; ugovore o finansijskim budućnosnicama (eng. *futures*) uključujući i ekvivalentne gotovinske poslove; kamatne unaprijedne ugovore (eng. *forward interest-rate agreements*); valutne, kamatne ili *equity* zamjene (eng. *swap*); opcije za kupovinu ili prodaju svih prethodno navedenih instrumenata, uključujući i ekvivalentne poslove sa gotovim novcem (ova kategorija obuhvaća posebno valutne opcije i kamatne opcije); *derivate* robe; te bilo koji instrumenti uvrštene na regulirano tržište države članice ili za koji je podnesen zahtjev za uvrštenje na tržište.<sup>87</sup>

---

<sup>85</sup> Međutim, vidljive su i razlike budući da zakonodavac u F BiH koristi izraz „mogao uzeti u obzir kao dio osnove za donošenje odluke o investiranju“, a evropski zakonodavac „vjerovatno uzeo u obzir takvu informaciju kao dio osnove za donošenje svojih investicijskih odluka“. Imajući u vidu da mogućnost i vjerovatnost nisu sinonimi, očito je da je u pitanju propust federalnog zakonodavca.

<sup>86</sup> U članu 6. ZOTVP i članu 3. ZOTHOV navedene su vrste vrijednosnih papira: dionice/akcije, obveznice, varanti, blagajnički i komercijalni zapisi, trezorski zapisi i certifikati o depozitu.

<sup>87</sup> Član 1(3) Direktive o zloupotrebi tržišta. Međutim, imajući u vidu da je pojam finansijskih instrumenata u Direktivi o zloupotrebama na tržištu definiran u skladu sa Direktivom o investicionim uslugama iz 1993. godine (Council Directive 93/22/EEC on investment service in the securities field, OJ L 141/27/93) koju je zamijenila MiFID, u procesu revizije je naznačena potreba usklađivanja s MiFID-om, odnosno preuzimanje pojma finansijskog instrumenta iz MiFID-a.



Izuzeci od povlaštenih informacija<sup>88</sup> u ZOTVP-u su: raspoložive informacije,<sup>89</sup> zaključci, procjene ili rezultati analiza bazirani na javno raspoloživim informacijama, glasine ili nagađanja za koje ne postoji očigledna veza sa pouzdanim izvorom, kao i informacije o ponudi ili potražnji vrijednosnih papira stečene kao redovna posljedica prometa, osim ako zakonom ili drugim propisom nije drugačije određeno.

Kako bi se osiguralo pravilno i potpuno predstavljanje svih informacija, ZOTVP predviđa obavezu postupanja savjesno i u skladu sa pravilima struke i profesionalne etike te sa potrebnom stručnom pažnjom određenih kategorija lica, kao što su fizička i pravna lica koja se u okviru svoje redovne djelatnosti bave izradom i/ili distribucijom javnosti istraživanja, studija, statističkih podataka, ocjena ili drugih informacija o vrijednosnim papirima ili o emitentima vrijednosnih papira, odnosno davanjem preporuka ili predlaganjem investicijskih strategija. Navedeno se posebno odnosi na finansijske analitičare, novinare i zaposlenike bonitetnih agencija,<sup>90</sup> koji su dužni da objave svoje interese, kao i mogući sukob interesa u vezi sa vrijednosnim papirima na koje se te informacije odnose.<sup>91</sup>

Pod prometom na osnovu povlaštenih informacija se podrazumijeva, u smislu odredaba ZOTVP (ZOTHOV ne sadrži definiciju prometa na osnovu povlaštenih informacija), kupovina ili prodaja vrijednosnih papira ili drugi pravni posao koji je osnova za prijenos vlasništva na vrijednosnim papirima sve dok je lice koje učestvuje u tim transakcijama u posjedu povlaštenih informacija koje se odnose na taj vrijednosni papir.<sup>92</sup> Ali i promet od lica koja su povlaštenu informaciju dobila od drugog lica, a sama nisu imala pristup toj informaciji.<sup>93</sup>

Opća definicija insajdera sadržana je u članu 224. ZOTVP-a i članu 272. ZOTHOV-a. Prema definiciji sadržanoj u ZOTVP-u insajderi (ili prema slovu zakona „lica koja imaju obaveze u vezi sa povlaštenim informacijama“) su:

- a) članovi nadzornog odbora, odbora za reviziju i uprave izdatelja i pravnog lica iz tačke d) ovog stava;
- b) zaposlenici ili bilo koje drugo lice angažirano kod izdatelja koje ima pristup povlaštenim informacijama;

---

<sup>88</sup> Član 221.

<sup>89</sup> Javno raspoloživim informacijama, u smislu odredaba ovog Zakona, smatraju se: informacije koje su po svojoj prirodi bile javne u momentu nastanka, koje su poznate i drugim licima, osim lica iz člana 224. ovog Zakona, odnosno informacije koje su objavljene u bilo kojem masovnom mediju (štampanom ili elektronskom) koji izlazi ili program emitira na području Federacije i dostupan je u mjestu sjedišta emitenta, te informacije iz bilo kojeg javnog registra u Federaciji- čl. 222 (1). ZOTVP.

<sup>90</sup> Čl. 222 (2), *Ibidem*.

<sup>91</sup> Čl. 222(3), *Ibid*.

<sup>92</sup> ZOTVP, čl. 223(1).

<sup>93</sup> *Ibidem*, čl. 223(2).

- c) članovi uprave, nadzornog odbora i zaposlenici kod ovlaštenog učesnika na tržištu vrijednosnih papira, društva za upravljanje investicijskim fondovima i investicijskog fonda;
- d) lica koja direktno ili indirektno imaju 10% i više dionica izdavatelja na kojeg se odnose povlaštene informacije;
- e) supružnici i srodnici u prvom stepenu prave linije sa fizičkim licima iz tačaka od a) do d) ovog stava;
- f) treća fizička ili pravna lica koja su od lica iz tačke a) do e) ovog stava došla do povlaštenih informacija.

ZOTHOV određuje insajdere („lica koja raspolažu povlaštenim informacijama“) kao lica koja u obavljanju poslova, profesije, dužnosti ili po osnovu srodničkih odnosa saznaju za povlaštene informacije. To su:

- a) članovi uprave, nadzornog odbora ili drugih odgovarajućih organa izdavatelja i društva povezanog sa izdavateljem u smislu odredaba zakona kojim se reguliše poslovanje akcionarskih društava;
- b) članovi uprave, nadzornih odbora i zaposleni kod ovlaštenih učesnika;
- c) lica zaposlena, profesionalno angažovana ili koja vrše određene dužnosti koje im omogućavaju pristup takvim informacijama;
- d) lica koja direktno ili indirektno posjeduju 10% i više registrovanog kapitala izdavatelja;
- e) srodnici u prvom stepenu direktne linije fizičkih lica iz tačaka a), b), c) i d) ovog člana;
- f) druga lica za koja Komisija u vršenju nadzora ili na drugi način utvrdi da su iskoristila povlaštene informacije.

Detaljnijom analizom gore navedenih definicija insajdera sadržanih u entitetskim propisima otkriva njihovo značajno podudaranje, ali i određene razlike. U prvu kategoriju insajdera, prema oba zakona, nalaze se članovi uprave i nadzornog odbora, s tim da ZOTVP navodi još članove odbora za reviziju, a ZOTHOV im pridodaje i članove drugih odgovarajućih organa izdavatelja. Dakle, prva kategorija insajdera obuhvaća osobe za koje vrijedi presumpcija o poznavanju povlaštenih informacija s obzirom na pozicije koje imaju u izdavatelju. Ipak, između zakona u pogledu prve kategorije insajdera postoji razlika jer ZOTVP navodi i članove „pravnog lica iz tačke d)“ a to su lica koja direktno ili indirektno imaju 10% i više dionica izdavatelja na kojeg se odnose povlaštene informacije, odnosno u pitanju su dioničari, a ZOTHOV i članove nadzornih i upravnih odbora društva koje je povezano s izdavateljem. Prva razlika sadržana u ZOTVP-u uslijed svoje nepreciznosti proizvodi teškoće prilikom njenog tumačenja, ipak za pretpostaviti je da je zakonodavac želio da uputi na članove uprave, nadzornog odbora i odbora za reviziju pravnog lica koje je dioničar izdavatelja. Druga razlika sadržana u ZOTHOV-u je da se insajderima smatraju i članovi uprave i nadzornog odbora ili drugih odgovarajućih organa društva koje je povezano sa izdavateljem.

Druga kategorija insajdera prema oba zakona obuhvaća zaposlenike izdavatelja ili bilo koje drugo lice angažirano kod izdavatelja koje ima pristup povlaštenim informacijama. Već spomenutim Pravilnikom o načinu sprečavanja zloupotreba povlaštenih informacija koji je donesen u RS-u izvršeno je preciziranje koga sve obuhvaća navedena kategorija insajdera: revizore, finansijske analitičare, računovođe, knjigovođe, savjetnici/konsultanti (pravni, ekonomski i dr.), advokati, aktuari, procjenjivači, vještaci, brokeri, investicioni savjetnici kao i druga lica koja vrše određene poslove ili dužnosti kod izdavatelja, koje im omogućavaju pristup povlaštenim informacijama.<sup>94</sup>

U trećoj kategoriji insajdera prema zakonima nalaze se članovi uprave, nadzornog odbora i zaposleni kod ovlaštenih učesnika na tržištu vrijednosnih papira, s tim da ZOTVP njima pridodaje zaposlene i članove uprave i nadzornog odbora kod društva za upravljanje investicijskim fondovima i investicijskog fonda. Ovlašteni učesnik na tržištu vrijednosnih papira je lice koje za obavljanje poslova sa vrijednosnim papirima ima dozvolu Komisije,<sup>95</sup> s tim da prema ZOTVP-u ovlašteni učesnici su pravna lica, a prema ZOTHOV-u su i pravna i fizička lica.

U četvrtoj kategoriji insajdera nalaze se dioničari izdavatelja na kojeg se odnose povlaštene informacije s tim da zakonodavac izdvaja grupu dioničara koji imaju 10% ili više dionica izdavatelja. Određivanje dioničara kao primarnih insajdera na temelju veličine udjela prema mišljenju Čulinović-Herc (2004:763) nije potrebno, jer nekada imatelj neznatnog broja dionica, ako ima pravo prvenstvo prilikom upisa novih dionica (povećanje kapitala), može imati među prvima informaciju o povećanju osnovnog kapitala. Za isti pristup se opredijelio i evropski zakonodavac koji nije svojstvo primarnog insajdera uvjetovao veličinom udjela u temeljnom kapitalu, stoga bi u tom pravcu trebalo izmijeniti entitetske zakone.

U primarne insajdere su uvrštene i osobe koje su povezane s prethodno navedenim kategorijama insajdera i to: supružnici i srodnici u prvom stepenu prave linije (ZOTVP), odnosno samo srodnici u prvom stepenu (ZOTHOV).

Budući da se pod primarnim insajderima podrazumijevaju osobe za koje se smatra da imaju pristup povlaštenim informacijama, njihovo znanje da u pitanju povlaštene informacije se presumira.

Entitetski zakoni nisu na jasan način razdvojili primarne i sekundarne insajdere kao što je to učinjeno u evropskom pravu. U ZOTVP-u oni su određeni kao treća fizička ili pravna lica koja su od prethodno navedenih kategorija insajdera (članova nadzornog odbora, uprave, zaposlenika, dioničara, srodnika i supružnika itd.) došla do povlaštenih informacija. S druge strane, ZOTHOV određuje sekundarne insajdere

---

<sup>94</sup>Član 4(2) Pravilnika.

<sup>95</sup>Član 2. ZOTVP i član 2. ZOTHOV

kao druga lica za koje Komisija u vršenju nadzora ili na drugi način utvrdi da su iskoristila povlaštene informacije. U oba navedena pristupa definiranju sekundarnih insajdera može se zaključiti, iako ne izričito navedeno, da se njihovo znanje da su u pitanju povlaštene informacije pretpostavlja (kao i kod primarnih insajdera), što je različito od evropske Direktive, jer ona predviđa da sekundarni insajderi znaju ili trebaju znati da je riječ o povlaštenoj informaciji što u velikoj mjeri olakšava sankcioniranje trgovine povlaštenim informacijama. Navedeno je posebno vidljivo u slučaju ZOTHOV-a koji sekundarnim insajderima smatra osobe koje su iskoristile povlaštene informacije, dakle postoji zahtjev da su te osobe poduzele određene radnje na temelju povlaštene informacije, što je svakako blaži zahtjev i u odnosu na ZOTVP, ali i Direktivu.

Kao što je to već navedeno, Direktiva o zloupotrebi tržišta predviđa da insajderi mogu biti i pravna lica, s tim da se u tom slučaju zabrana u pogledu povlaštenih informacija odnosi i na fizičke osobe koje sudjeluju u odluci da se obavi transakcija za račun dotične osobe.<sup>96</sup> Analizom odredbi ZOTVP-a koje se odnose na primarne insajdere vidljivo je da se spominju samo fizička lica, a u odredbi kojom su regulirani sekundarni insajderi i fizička i pravna lica. U odredbama ZOTHOV-a insajderima se smatraju samo fizičke osobe. Imajući u vidu da je u članu 11. Krivičnog zakona Federacije Bosne i Hercegovine (KZ F BiH),<sup>97</sup> propisano je da se krivično zakonodavstvo u Federaciji, koje sačinjavaju krivičnopravne odredbe sadržane u ovom zakonu i u drugim zakonima F BiH primjenjuje na pravne osobe u skladu sa glavom XIV (*Odgovornost pravnih osoba za krivična djela*),<sup>98</sup> ne postoji prepreka da se kao insajderi izričito navedu i pravne osobe, a što je nužno učiniti u i svijetlu procesa evropskih integracija i usklađivanja propisa sa Direktivom o zloupotrebi tržišta.

Također, bitno je napomenuti da entitetski propisi ne poznaju kategoriju „počinitelja krivičnih djela“ kao primarnih insajdera koju sadrži Direktiva, što je također neophodno izmijeniti.

Prethodno navedenim primarnim i sekundarnim insajderima je u našem pravu jednako je zabranjeno da:

- koriste povlaštene informacije prilikom neposredne ili posredne kupovine ili prodaje vrijednosnih papira,
- otkriju ili učine dostupnim povlaštene informacije drugim licima;

---

<sup>96</sup> Član 2(2) Direktive o zloupotrebi tržišta. Očiti cilj ove odredbe je da fizičke osobe ne iskoriste pravno lice i izbjegnu svaku odgovornost.

<sup>97</sup> "Službene novine Federacije BiH", br. 36/03, 37/03, 21/04, 69/04 i 18/05, 42/10;

<sup>98</sup> Odgovornost pravnih lica za krivična djela u RS-u propisana je u glavi XIV Krivičnog zakona Republike Srpske ("Službeni glasnik Republike Srpske", br. 49/03, 108/04 i 37/06, 70/06, 73/10), također i u glavi XIV Krivičnog zakona Bosne i Hercegovine („Službeni glasnik Bosne i Hercegovine“ br. 3/03, 32/03, 37/03, 54/04, 61/04, 30/05, 53/06, 55/06, 32/07, 8/10).

- koriste povlaštene informacije prilikom davanja savjeta drugim licima o kupovini ili prodaji vrijednosnih papira.<sup>99</sup>

Odredbe kojima se propisuju zabrane, sadržane u oba zakona gotovo su identične. Razlika postoji kod prve zabrane gdje ZOTHOV određuje da se radi o vrijednosnim papirima koje su emitovali izdavatelji registrovani u Republici Srpskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje (ekstrateritorijalna primjena), a što nije navedeno u ZOTVP-u. Prva zabrana obuhvaća kupovinu i prodaju (posrednu ili neposrednu) uslijed čega je značajno ograničena njena primjena, ako se ima u vidu da su prodaja i kupovina samo neki od mogućih pravnih osnova stjecanja i otuđenja (pogledati Čulinović-Herc, 2004). Zanimljivo da je zakonodavac prilikom definiranja pojma prometa na osnovu povlaštenih informacija<sup>100</sup> imao spomenuto u vidu te je pored kupovine i prodaje vrijednosnih papira naveo i „drugi pravni posao koji je osnova za prijenos vlasništva na vrijednosnim papirima“, zbog toga je nejasno zašto isti pristup nije slijedio i kod definiranja zabrane. Također, u entitetskim zakonima prvom zabranom nije obuhvaćen pokušaj kupovine ili prodaje. Oba navedena nedostatka predstavljaju odstupanje odnosu na rješenja evropskog prava, jer se u Direktivi koriste daleko širi pojmovi „stjecanje“ i “otpuštanje“ (eng. *dispose* i *acquire*), a zabranom se obuhvaća i pokušaj sticanja ili otpuštanja finansijskih instrumenata .

Druga zabrana se odnosi na otkrivanje i činjenje dostupnim povlaštenih informacija drugim licima. Smisao ove zabrane je da se spriječi otkrivanje i činjenje dostupnim povlaštenih informacija izvan redovnih dužnosti, profesije ili angažmana, jer bi to omogućilo neovlašten pristup trećim osobama i otvorilo prostor za tržišne zloupotrebe. Zabrana je vremenski ograničena u F BiH-traje sve dok imaju ta svojstva i šest mjeseci nakon njihovog prestanka ili dok se informacija ne objavi u skladu sa propisima,<sup>101</sup> a u RS-u je Pravilnikom o načinu sprečavanja zloupotreba povlaštenih informacija propisana obaveza insajdera na čuvanje poslovne tajne u odnosu na povlaštene informacije u trajanju od 5 godina od dana kada su potpisali izjavu o povjerljivosti.<sup>102</sup>

Zabrana korištenja povlaštenih informacija prilikom davanja savjeta drugim licima o kupovini ili prodaji vrijednosnih papira, poput prve zabrane obuhvata samo savjetovanje o kupovini i prodaji, ne i druge oblike stjecanja i otuđenja. Također, u komparaciji sa zabranom sadržanom u Direktivi vidljiva su određena odstupanja – zabrana u Direktivi se odnosi na prepričavanje i na navođenje (poticanje) koje nije obuhvaćeno entitetskim propisima, te je potrebno izvršiti usklađivanje i u tom smislu.

---

<sup>99</sup>ZOTHOV, čl. 273(1) i ZOTVP, čl. 225.

<sup>100</sup>ZOTVP, čl. 223..

<sup>101</sup>*Ibidem*, čl. 224 (2).

<sup>102</sup>Čl. 5.

Oba entitetska zakona predviđaju obavezu za insajdere da u roku od 5 dana zaključenja transakcije dostave Komisiji dostave obavještenje o transakciji koju su zaključili u tom svojstvu i vrijednosnim papirima koji su bili predmet transakcije. Navedeno obavještenje je također potrebno dostaviti izdavatelju, berzi i drugom uređenom javnom tržištu na kojem su uvršteni vrijednosni papiri.<sup>103</sup>

Kako bi se osigurala tajnost povlaštenih informacija, izdavatelj je obavezan da uspostavi kontrolu pristupa takvim informacijama, a naročito:

- uspostaviti efikasne mehanizme kako bi se spriječio pristup takvim informacijama svim licima, izuzev onim kojima su one potrebne u obavljanju posla kod ili za izdavatelja;
- preduzeti efikasne mjere kako bi osigurao da sva lica koja imaju pristup takvim informacijama budu upoznata sa propisanim obavezama koje se na njih odnose, kao i sa sankcijama za nezakonito korištenje takvih informacija;<sup>104</sup>
- uvesti mjere koje omogućavaju objavljivanje informacija u slučaju da izdavatelj nije bio u stanju osigurati tajnost povlaštenih informacija.

Također, izdavatelj je dužan da najkasnije u roku od 30 dana od dana upisa u registar društava, Komisiji dostavi spisak lica koja imaju određene obaveze u vezi sa povlaštenim informacijama,<sup>105</sup> redovno ili povremeno, izuzev lica koja su upisana u registru izdavatelja kod Komisije sa najmanje sljedećim podacima: identitet tih lica, funkcija odnosno svojstvo tog lica kod izdavatelja, razlozi zbog kojih su ta lica uvrštena na spisak i datum sačinjavanja spiska.<sup>106</sup>

Iz sadržaja zakonskih odredbi koje se odnose objavu povlaštenih informacija vidljivo je da zakoni u Bosni i Hercegovini ne poznaju pojam *ad hoc* publiciteta povlaštenih informacija koji Direktiva propisuje kao obavezu izdavatelja.

Oba zakona sadrže istu odredbu kojima je regulirano postupanje profesionalnog posrednika sa povlaštenim informacijama: profesionalni posrednici koji saznaju za povlaštene informacije ne smiju kupovati ni prodavati vrijednosne papire za vlastiti račun, niti davati investicijske savjete o vrijednosnim papirima na koje se odnose te povlaštene informacije.<sup>107</sup> Ipak, ZOTVP detaljnije razrađuje postupanje sa povlaštenim informacijama, na način da propisuje i situacije kada profesionalni

---

<sup>103</sup> Čl. 226 i čl. 227., a u ZOTHOV čl. 274. rok u RS-u iznosi 15 dana.

<sup>104</sup> U Republici Srpskoj je navedena obaveza definirana Pravilnikom o načinu sprečavanja zloupotreba trgovine povlaštenim informacijama u čl. 9(1).

<sup>105</sup> Iz člana 224(1) tač. a), b), d) i e).

<sup>106</sup> Obaveza obavještanja o licima koja imaju pristup povlaštenim informacijama je predviđena samo ZOTVP to u članu 229.

<sup>107</sup> Član 230. ZOTVP. Ista odredba i u ZOTHOV u članu 273 (2).

posrednik i lice zaposleno kod njega ima i koristi od povlaštene informacije u prometu vrijednosnih papira.<sup>108</sup>

### **Tržišna manipulacija**

Kao što je već navedeno, drugi najznačajniji oblik zloupotrebe tržišta, pored trgovine povlaštenim informacijama, je tržišna manipulacija. Oba entitetska propisa sadrže zabranu tržišnih manipulacija.<sup>109</sup> Prva grupa zabranjenih tržišnih manipulacija odnose se na uticanje ili pokušaj uticanja na odluke drugih lica u pogledu kupovine ili prodaje vrijednosnih papira: a) lažnim ili dvosmislenim izjavama, uključujući i obećanja, prognoziranja ili druge slične radnje upućene bilo kojem licu; i b) iskrivljivanjem i prikrivanjem svih značajnih informacija koje određeno lice zna ili mora znati, a koje se odnose na izdavatelja i njegove vrijednosne pise.<sup>110</sup> Pored toga, ZOTVP (ali ne i ZOTHOV) propisuje i zabranu objavljivanja ili širenja neistinitih informacija koje utiču ili mogu uticati na obim prometa i cijenu vrijednosnih papira.<sup>111</sup> U usporedbi sa Direktivom kada je u pitanju širenje informacija postoje razlike-Direktiva navodi i načine širenja informacija (putem medija, Interneta, ali i bilo koji drugi način), te obuhvata i glasine i obmanjujuće informacije, a ne samo neistinite informacije.

Druga grupa zabranjenih manipulacija obuhvaća fiktivne transakcije odnosno transakcije čijim izvršenjem ne dolazi do promjene vlasnika, već se samo stvara privid posla.<sup>112</sup> Ovo nisu jedine transakcije koje su zabranjene. Druga grupa transakcija koje su zabranjene kao oblici tržišnih manipulacija su transakcije obavljene radi: povećanja cijena vrijednosnog papira i da se na taj način potaknu drugi investitori da kupuju taj vrijednosni papir, ili radi smanjenja cijena vrijednosnog papira i na taj način potaknuti druge investitore na prodaju tog vrijednosnog papira, ili stvaranja privida aktivnog prometa vrijednosnih papira i na taj način potaknu drugi investitori na kupovinu i/ili prodaju tog vrijednosnog papira.<sup>113</sup> U ovu grupu tržišnih manipulacija entitetski zakonodavci su uvrstili i nedozvoljene naloge koji obuhvaćaju sljedeće vrste naloga za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira:

---

<sup>108</sup> To su sljedeći slučajevi: zna da određeni klijent ima količinski veliki nalog ili nalog koji može uticati na stanje na tržištu vrijednosnih papira, pa sam ispostavlja nalog kojim stiče korist od te informacije ili savjetuje drugog klijenta da tako postupi; na osnovu uspješnih investicijskih odluka klijenta ponavlja postupanje tog klijenta za svoj račun ili za račun drugog klijenta; i kada je to određeno zakonom ili drugim propisom.

<sup>109</sup> U ZOTVP od člana 232. do 236.; a u ZOTHOV-u od 276. do 280. člana.

<sup>110</sup> Član 232. ZOTVP i član 276. ZOTHOV.

<sup>111</sup> Član 232(2). ZOTVP.

<sup>112</sup> Član 233(1)(a) ZOTVP, i član 277(1)(a) ZOTHOV.

<sup>113</sup> Član 234. ZOTVP ista odredba član 278. ZOTHOV

- I. Nalozi koji su dati u znanju da je dat ili će biti dat nalog za prodaju ili kupovinu tih vrijednosnih papira od istog ili drugog lica po cijeni ili količini koja je ista ili približno ista radi stvaranja privida cijene ili aktivnog prometa (ZOTVP i ZOTHOV);
- II. Nalozi koji su dati bez namjere da se oni i izvrše, tako da transakcije prema tim nalogima mijenjaju najbolju ponudu ili ponuđenu cijenu za određeni vrijednosni papir uvršten na berzi ili drugo uređeno javno tržište (samo ZOTVP);<sup>114</sup> i
- III. Dva ili više naloga za kupovinu ili prodaju istih vrijednosnih papira na berzi ili drugom uređenom javnom tržištu u tačno ili približno tačno vrijeme i u različitim količinama s ciljem ispitivanja prihvatljivosti cijene na tržištu ili uticaja na cijenu na tržištu (samo ZOTVP).<sup>115</sup>

Dakle, entitetska rješenja se djelimično razlikuju. U usporedbi sa rješenjima sadržanim u Direktivi vidljive su i određene sličnosti pa tako i entitetski propisi i Direktiva obuhvaćaju fiktivne transakcije. Razlika se ogleda u tome što Direktiva pored fiktivnih transakcija obuhvaća i fiktivne naloge (nalozi u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili svaki drugi oblik obmane ili prijevare) koji nisu izdvojeni kao nedozvoljeni nalozi od strane domaćih zakonodavaca. Nadalje, razlika postoji i kod određenja drugih zabranjenih transakcija. Tako, Direktiva zahtijeva da se radi o transakcijama i nalogima koji daju ili bi mogli dati neistinite ili obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene finansijskih instrumenata, a domaći zakonodavci zabranu transakcija propisuju s obzirom na cilj transakcije, odnosno s obzirom na uticaj na cijenu vrijednosnog papira i na kupovinu ili prodaju određenog vrijednosnog papira. Direktiva ovoj grupi transakcija i naloga pridružuje i one naloge i transakcije koje su poduzeti s ciljem održavanja cijena jednog ili više finansijskih instrumenata na umjetnom nivou.

Entitetski zakoni sadrže odredbe kojima se propisuje zabrana profesionalnom posredniku odnosno berzanskom posredniku da prodaje ili kupuje ili da daje naloge za kupovinu tih vrijednosnih papira, isključivo sa namjerom sticanja provizije koja se naplaćuje za tu uslugu.<sup>116</sup>

Prema bosanskohercegovačkim propisima lice koje je pretrpjelo štetu zbog kršenja zakonskih odredbi, a koje se odnose na tržišne manipulacije, ima pravo na naknadu pretrpljene štete.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> Član 233(c).

<sup>115</sup> Član 233(d)

<sup>116</sup> Čl. 235 ZOTVP i čl. 280. ZOTHOV.

<sup>117</sup> Čl. 236. ZOTVP i čl. 279. ZOTHOV.



## Sankcije

Oba vida tržišnih zloupotreba koja su razmatrana u ovom radu sankcionisana su entitetskim propisima. Entitetski zakoni predviđaju i krivične i prekršajne sankcije.

Kada je u pitanju trgovina povlaštenim informacijama, u ZOTVP-u je u članu 259. propisano krivično djelo korištenja povlaštenih informacija suprotno zakonskim odredbama, a u ZOTHOV-u u članu 291. krivično djelo neovlaštenog korištenja i odavanja povlaštenih informacija. Krivično djelo predviđeno ZOTVP izvršava onaj ko koristi povlaštene informacije suprotno odredbama člana 225. i člana 230. u namjeri sticanja imovinske koristi za sebe ili drugog ili nanošenja materijalne štete drugom. Dakle, krivičnim djelom su obuhvaćene zabranjene radnje: korištenja povlaštenih informacija prilikom neposredne ili posredne kupovine ili prodaje vrijednosnih papira; otkrivanja ili činjenja dostupnim povlaštenih informacija drugim licima; te korištenja povlaštenih informacija prilikom davanja savjeta drugim licima o kupovini ili prodaji vrijednosnih papira. Krivičnim djelom obuhvaćano je i postupanje profesionalnog posrednika sa povlaštenim informacijama. Definicija krivičnog djela je postavljena preusko zbog toga što obuhvata samo kupovinu i prodaju, a izostavlja sve ostale načine sticanja vrijednosnih papira, kao i zbog toga što element namjere „sticanja imovinske koristi za sebe ili drugog ili nanošenja materijalne štete drugom“ izostavlja sve one transakcije koje su poduzete s ciljem izbjegavanja štete ili gubitka, odnosno otklanjanja štete ili gubitka od drugog. U ZOTHOV krivično djelo neovlaštenog korištenja i odavanja povlaštenih informacija, kao i krivično djelo u ZOTVP sadrži tri kažnjive radnje koje su definirane u skladu sa postavljenom zabranom iz člana 273. Cilj poduzimanja kažnjive radnje „pribavljanje imovinske koristi sebi ili drugom ili prouzrokovanje štete“ predviđen je samo za radnje korištenja povlaštenih informacija za kupovinu ili prodaju vrijednosnih i za davanje savjeta drugom licu o kupovini i prodaji vrijednosnih papira. Zakonodavac također postavlja zahtjev da je počilac krivičnog djela znao za povlaštenost informacija, što znači da se čak i u slučaju primarnih insajdera njihovo znanje o povlaštenosti ne presumira. Dakle, postavljen je blaži kriterij u pogledu utvrđivanja krivične odgovornosti, jer se zahtijeva svijest, odnosno znanje o svojstvu povlaštenosti informacije. I kod krivičnog djela propisanog u ZOTHOV vrijede iste opaske o ograničenosti definicije u pogledu pravnih osnova sticanja ili otuđenja, kao i u pogledu cilja poduzimanja kažnjive radnje. Također, iz odredbi ZOTVP-a i ZOTHOV-a vidljivo je da pokušaj kupovine ili prodaje vrijednosnih papira nije kažnjiv. U oba entitetska zakona su alternativno propisane novčana kazna i kazna zatvora. ZOTVP predviđa novčanu kaznu ili kaznu zatvora od 90 dana do pet godina, a ZOTHOV novčanu kaznu ili kaznu zatvora do jedne godine. ZOTHOV za teže oblike ovog krivičnog djela (ako je pribavljena imovinska korist ili je pričinjena šteta u iznosu većem od 1. 500, 00 KM) predviđa da će se počilac kazniti novčanom kaznom ili kaznom zatvora do dvije godine. Dakle, očita je neujednačenost entitetskih propisa u pogledu propisnih krivičnih sankcija.

Prema ZOTVP prekršajno odgovaraju i pravna i fizička lica. Prekršajna odgovornost kada je u pitanju trgovina povlaštenim informacijama predviđena je za pravna i fizička lica kada postupe suprotno odredbama koje se odnose na dužnost pravnih lica koja se u okviru svoje redovite djelatnosti bave izradom i/ili distribucijom javnosti istraživanja, studija, statističkih podataka, ocjena ili drugih informacija o vrijednosnim papirima ili o emitentu, odnosno davanjem preporuka ili predlaganjem investicijskih strategija, da postupaju savjesno u skladu sa pravilima struke i profesionalne etike te s potrebnom stručnom pažnjom osigurati pravilno i potpuno predstavljanje svih informacija.<sup>118</sup> Također, prekršaj predstavlja i ukoliko prethodno navedene osobe ne objave javno svoje interese i mogući sukob interesa,<sup>119</sup> kao i kada izdavalatelj ne vrši kontrolu pristupa povlaštenim informacijama i ukoliko ne poštuje rokove od 30 dana od dana upisa u registar društva za dostavu spiska insajdera,<sup>120</sup> kao i kada izdavalatelj i profesionalni posrednik ne obavijeste Komisiju o svakoj transakciji na osnovu povlaštenih informacija.<sup>121</sup> Odgovornim za prekršaj smatrat će se i profesionalni posrednici koji nakon saznanja za povlaštene informacije kupuju i prodaju vrijednosne papire za vlastiti račun ili daju investicijske savjete.<sup>122</sup> U svim gore navedenim prekršajima pravno lice će biti kažnjeno novčanom kaznom u iznosu od 3.000,00 do 15.000,00 KM. Prekršajna odgovornost je predviđena kada fizička lica postupaju suprotno zabranama koje se odnose na korištenje povlaštene informacije prilikom neposredne ili posredne kupovine ili prodaje vrijednosnih papira; otkrivanje ili činjenje dostupnim povlaštene informacije drugim licima; i korištenje povlaštene informacije prilikom davanja savjeta drugim licima o kupovini ili prodaji vrijednosnih papira.<sup>123</sup> Fizičko lice će se smatrati odgovornim za prekršaj kada ima koristi od povlaštene informacije u prometu vrijednosnih papira i kada: zna da određeni klijent ima količinski veliki nalog ili nalog koji može uticati na stanje na tržištu vrijednosnih papira, pa sam ispostavlja nalog kojim stiže korist od te informacije ili savjetuje drugog klijenta da tako postupi; i na osnovu uspješnih investicijskih odluka klijenta ponavlja postupanje tog klijenta za svoj račun ili za račun drugog klijenta.<sup>124</sup> Kada su u pitanju fizička lica ZOTVP predviđa da će se kazniti novčanom kaznom u iznosu od 200,00 KM do 1.500,00 KM.

U ZOTHOV-u prekršajna odgovornost obuhvaća samo fizička lica u slučaju kada ne dostave tražene podatke i dokumente u svrhu utvrđivanja zloupotrebe povlaštenih informacija,<sup>125</sup> i kada ne dostave u propisanom roku (od 15 dana) izdavalatelju, Komisiji i berzi ili drugom uređenom javnom tržištu obavještenje o obavljenim

---

<sup>118</sup> Član 262(1)(77).

<sup>119</sup> *Ibidem*.

<sup>120</sup> Član 262(1)(78).

<sup>121</sup> Član 262(1)(80).

<sup>122</sup> Član 262(1)(79).

<sup>123</sup> Član 263(1)(11).

<sup>124</sup> Član 263(1)(12).

<sup>125</sup> Član 297(1)(14).

transakcijama tog izdatelja (primarni i sekundarni insajderi).<sup>126</sup> Za navedene prekršaje propisana je novčana kazna od 500,00 do 1.500,00 KM.

Stoga, kada su u pitanju prekršajne odredbe vidljiva je značajna razlika između entitetskih propisa budući da ZOTVP predviđa prekršajnu odgovornost i pravnih i fizičkih lica, dok ZOTHOV predviđa samo odgovornost fizičkih lica.

Kada su u pitanju tržišne manipulacije oba zakona propisuju krivična djela: u ZOTVP-u krivično djelo manipulacije na tržištu regulisano je članom 260., a ZOTHOV u članu 292. propisuje krivično djelo manipulacije cijenama i širenje lažnih informacija.

Biće krivičnog djela sadržanog u ZOTVP-u ostvaruje se kada neko u namjeri sticanja imovinske koristi za sebe ili drugog ili nanošenja materijalne štete drugom utiče ili pokuša uticati na odluke drugih lica u pogledu kupovine ili prodaje vrijednosnih papira na način suprotan zabrani iz člana 232. ili vrši promet vrijednosnim papirima na način suprotan zabrani iz čl. 233. i 234. To lice će se kaznit novčanom kaznom ili kaznom zatvora od 90 dana do pet godina. Iz navedenog proizlazi da je krivičnim djelom obuhvaćeno:

1. vršenje manipulacija na tržištu vrijednosnih papira;
2. uticanje ili pokušaj uticanja na odluke drugih lica u pogledu kupovine ili prodaje vrijednosnih papira: a) lažnim ili dvosmislenim izjavama, uključujući i obećanja, prognoziranja ili druge slične radnje upućene bilo kojem licu, i b) iskrivljivanjem i prikrivanjem svih značajnih informacija koje određeno lice zna ili mora znati, a koje se odnose na izdatelja i njegove vrijednosne papire;
3. objavljivanje ili širenje neistinitih informacija koje utiču ili mogu uticati na obim prometa i cijenu vrijednosnih papira;
4. obavljanje transakcije vrijednosnim papirima na način da njenim izvršenjem ne dođe do promjene vlasnika, odnosno da se na drugi način stvori privid zaključenog posla;
5. davanje naloga za kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira znajući da je dat ili će biti dat nalog za prodaju ili kupovinu tih vrijednosnih papira od istog ili drugog lica po cijeni ili količini koja je ista ili približno ista radi stvaranja privida cijene ili aktivnog prometa;
6. davanje naloga za kupovinu ili prodaju određenih vrijednosnih papira, bez namjere da se oni i izvrše tako da transakcije prema tim nalogima mijenjaju najbolju ponudu ili ponuđenu cijenu za određeni vrijednosni papir uvršten na berzi ili drugo uređeno javno tržište;
7. davanje dva ili više naloga za kupovinu ili prodaju istih vrijednosnih papira na berzi ili drugom uređenom javnom tržištu u tačno ili približno tačno vri-

---

<sup>126</sup> Član 297(1)(14).

jeme i u različitim količinama s ciljem ispitivanja prihvatljivosti cijene na tržištu ili uticaja na cijenu na tržištu;

8. obavljanje transakcija sa vrijednosnim papirima s ciljem da se: a) poveća cijena vrijednosnog papira i na taj način potaknu drugi investitori da kupuju taj vrijednosni papir; b) smanji cijena vrijednosnog papira i na taj način potaknu drugi investitori na prodaju tog vrijednosnog papira; i c) stvori privid aktivnog prometa vrijednosnih papira i na taj način potaknu drugi investitori na kupovinu i/ili prodaju tog vrijednosnog papira.

Biće krivičnog djela manipulacije cijenama i širenja lažnih informacija koje je regulirano ZOTHOV-om ostvaruje se kada neko u namjeri da utiče na povećanje ili smanjenje cijene ili da stvori privid aktivnog trgovanja i time sebi ili drugom pribavi imovinsku korist ili da drugom prouzrokuje štetu:

- zaključi ili izvrši ugovor o prodaji hartija od vrijednosti sa ciljem da se stvori privid da je takav posao zaključen iako strane ne žele njegovo izvršenje,
- na berzi ili drugom uređenom javnom tržištu da nalog za kupovinu ili prodaju neke hartije od vrijednosti, znajući da je dat ili da će biti dat nalog za prodaju ili kupovinu te hartije od vrijednosti od drugog lica po cijeni i broju koja je ista ili približno ista ili ako sam da nalog i protunalog,
- širi vijest o izdavalju, hartijama od vrijednosti i drugim činjenicama za koje zna da su neistinite.

Za navedeno krivično djelo zakonodavac je propisao novčanu kaznu ili kaznu zatvora do jedne godine, a za kvalificirane oblike izvršenja krivičnog djela-ako je pribavljena imovinska korist ili je drugom pričinjena šteta u iznosu većem od 1.500,00 KM, počinitelj će se kazniti novčanom kaznom ili kaznom zatvora do dvije godine.

Kada su u pitanju prekršaji koji se odnose na tržišne manipulacije, ZOTVP u članu 262. (1)(81) propisuje novčanu kaznu (u iznosu od 3.000,00 KM do 15.000,00 za pravna lica i 200,00 KM do 1.500,00 KM za fizička lica) za lica koja vrše manipulacije cijenama definirane u članu 232(2) i (3) i članovima 233., 234., i 235. Za razliku od ZOTVP-a koji prekršajnom odgovornošću obuhvaća i pravna i fizička lica, ZOTHOV predviđa samo odgovornost fizičkih lica za obavljanje transakcija sa hartijama od vrijednosti suprotno zabranama iz čl. 276. do 278.<sup>127</sup> Za navedene prekršaje fizičkih lica propisana je novčana kazna u iznosu od 500,00 do 1.500,00 KM. Kada su u pitanju prekršaji zakonodavci su izostavili element namjere koji je sadržan u definicijama krivičnih djela, što znači da je fokus na protupravnoj radnji.

Pored krivičnih djela propisanih entitetskim zakonima kojima se regulišu tržišta vrijednosnih papira i krivični zakoni F BiH i RS-a sadrže krivično djelo koje je ne-

---

<sup>127</sup>ZOTHOV, čl. 297(16).

posredno usmjereno na zaštitu berzanskih podataka, odnosno na osiguranje pravilnog rada berze.<sup>128</sup> Krivično djelo odavanja i korištenja berzanskih tajnih podataka sadržano je u članu 255. Krivičnog zakona Federacije Bosne i Hercegovine (KZ F BiH) i članu 270. Krivičnog zakona Republike Srpske (KZ RS).<sup>129</sup> U pitanju je posve nova inkriminaciju čija osnova su bile evropske direktive usmjerene na sprečavanje tržišnih zloupotreba, o kojima je u radu već bilo govora: Direktivi o trgovini povlaštenim informacijama i Direktivi o tržišnim zloupotrebama (Babić, Filipović, Marković, i Rajić, 2005). Krivično djelo odavanja i korištenja berzanskih tajnih podataka čini svako ko poslovne podatke berze koji nisu dostupni svim učesnicima berze saopšti nepozvanom licu, ili ko dođe do takvih podataka, pa njihovim korištenjem na berzi ostvari protupravnu imovinsku korist. Dakle, radi se o inkriminaciji koja obuhvaća samo berze, izostavljajući pri tom druga uređena javna tržišta na kojima se također trguje vrijednosnim papirima. Izvršenje osnovnog oblika djela je alternativno određeno: kao saopštavanje nepozvanoj osobi poslovnih podataka berze koji nisu dostupni svim berzanskim učesnicima, ili kao dolaženje do poslovnih podataka berze i njihovo korištenje na berzi osnovu čega se ostvaruje protupravna imovinska korist. Objekt djela su berzanski podaci koji nisu dostupni svim učesnicima na berzi, pod kojima se podrazumijevaju podaci ili informacije koji utiču na formiranje cijena vrijednosnih papira, informacije o mogućem padu ili rastu cijene vrijednosnih papira, podaci koji se odnose na izdatelja ili na vrijednosne papire itd. (Babić *et al.* 2005).

Prvi oblik kažnjive radnje izvršava onaj ko tajne berzanske podatke saopšti nepozvanoj osobi. Stoga se može izvesti zaključak da će se kao izvršitelji navedene radnje u pravilu pojavljivati osobe koje s obzirom na poslove koje obavljaju imaju pristup takvim podacima, odnosno da su u pitanju insajderi koji neovlašteno otkrivaju podatke. Ova kažnjiva radnja ima sličnosti sa zabranjenom radnjom otkrivanja ili činjenja dostupnim povlaštenih informacija koja je sadržana u entitetskim zakonima kojima se regulišu tržišta vrijednosnih papira u čl. 225 (1)(b) ZOTVP-a i čl. 273(1)(b) ZOTHOV, a koje su obuhvaćene krivičnim djelima koja propisuju ti zakoni u članu 259. i članu 291(1)(b). Naime, u oba slučaja se radi o otkrivanju podataka ili informacija koji nisu dostupni svim berzanskim učesnicima, odnosno nisu poznati javnosti. Prema Babić *et al.* (2005) berzanski tajni podaci su podaci, informacije koje utiču na formiranje cijena vrijednosnih papira, informacije o mogućem padu ili rastu cijena vrijednosnih papira, podaci koji se odnose na izdatelja vrijednosnih papira ili na vrijednosni papir, podaci o namjerama pojedinih izdatelja vrijednos-

---

<sup>128</sup>U ZOTVP u članu 135(1) berza je definirana kao dioničko koje se osniva i posluje u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuje osnivanje, poslovanje, upravljanje i prestanak privrednih društava. U istom članu u drugom stavu berzansko tržište je određeno kao mjesto ili informacijski sistem za povezivanje ponude i potražnje vrijednosnih papira u cilju trgovanja vrijednosnim papirima prema unaprijed utvrđenim pravilima. ZOTHOV u članu 144. određuje berzu na jednak način kao i ZOTVP u članu 135(1).

<sup>129</sup>Krivično djelo odavanja i korištenja berzanskih tajnih podataka sadržano je i u članu 249. Krivičnog zakona Brčko Distrikta Bosne i Hercegovine (Službeni glasnik Brčko Distrikta BiH, br. 10/03, 45/04, 6/05, 21/10). Imajući u vidu su tržišta vrijednosnih papira uspostavljena na entitetskom nivou u radu će težiti biti na KZ F BiH i KZ RS.

nih papira i sl. Evidentno je da postoji podudaranje pojmova berzanskih tajnih podataka i povlaštenih informacija pod kojima se također podrazumijevaju informacije koje se odnose na izdavatelje vrijednosnih papira i vrijednosne papire, a koje mogu imati uticaj na cijenu vrijednosnih papira. Pod saopštavanjem, odnosno otkrivanjem se podrazumijevaju sve radnje činjenja kojima se otkriva sadržina tajnih berzanskih podataka. Međutim, za razliku od zabranjene i krivično sankcionirane radnje iz ZOTVP i ZOTHOV, prvi oblik radnje izvršenja ne obuhvaća radnje odavanja podataka koje nastaju propuštanjem. Uvjet za postojanje djela je da se podaci saopštavaju „nepozvanoj osobi“, odnosno da je u pitanju otkrivanje informacija osobama izvan redovnih dužnosti tj. osobi kojoj se otkrivaju informacije omogućen je neovlašten pristup čime je stvorena mogućnost za tržišne zloupotrebe. Drugi oblik radnje izvršenja ostvaruje se kada počinitelj pristupi tajnim berzanskim podacima, te njihovim korištenjem na berzi ostvari protupravnu imovinsku korist. Za postojanje ovog krivičnog djela je neophodno da je počinitelj iskoristio navedene podatke na berzi i na taj način ostvario protupravnu imovinsku korist koja ne prelazi 10.000,00 KM. Ovo krivično djelo se može počinuti samo s namjerom (Babić *et al.*, 2005:1099).

Teži oblici ovog krivičnog djela određeni su u drugom i trećem stavu čl. 255 (KZ F BiH) i čl. 270 (KZ RS) s obzirom na iznos pribavljene imovinske koristi. Drugi i treći oblik krivičnog djela ostvaruju se kada pribavljena imovinska korist prelazi iznos od 10.000,00 KM, odnosno 50.000,00 KM. Kada je u pitanju prvi ili osnovni oblik krivičnog djela propisana je kazna zatvora od tri mjeseca do pet godina. Za teže oblike krivičnog djela počinitelj će se kazniti kaznom zatvora od jedne do osam godina (imovinska korist u iznosu većem od 10.000,00 KM), odnosno kaznom zatvora od dvije do deset godina (imovinska korist u iznosu većem od 50.000,00 KM).

Prema zvaničnoj evidenciji nadležnih tijela broj registriranih slučajeva trgovine povlaštenim informacijama i tržišnih manipulacija na području Bosne i Hercegovine je zanemarivo mali, unatoč značajnim izmjenama u pravnom okviru u vidu usvajanja novih zakonskih tekstova koji su trebali na efikasniji način spriječiti, ali i sankcionisati tržišne zloupotrebe. Iz Izvještaja o radu Komisije za vrijednosne papire F BiH za 2009. godinu vidljivo je da su u tom razdoblju u okviru postupka vanrednog nadzora, po predstavkama ili po službenoj dužnosti, zabilježeni slučajevi u kojima se sumnjalo na manipulaciju cijenama vrijednosnih papira (dionica). Od četiri takva slučaja, u dva slučaja su informacije proslijeđene Tužilaštvu Kantona Sarajevo. U navedenom periodu nisu zabilježeni slučajevi trgovine povlaštenim informacijama. U drugom bosanskohercegovačkom entitetu su također zabilježeni samo slučajevi tržišne manipulacije. Tako je u Izvještaju o radu i stanju na tržištu hartija od vrijednosti za 2008. godinu Komisije za hartije od vrijednosti RS (podaci za 2009. godinu nisu još objavljeni na Internet stranici Komisije) navedeno da je vanrednim nadzorom nad jednim berzanskim posrednikom zbog postojanja osnovne sumnje da je prilikom trgovanja dionicama izdavatelja učinjena manipulacija na tržištu-privid aktivnog trgovanja, Komisija utvrdila da je taj berzanski posrednik unosio u više navrata kupovne i prodajne naloge i na taj način konstantno snižavao cijenu dionica

tog izdavatelja. Iako bi se na temelju zabilježenih tržišnih zloupotreba mogao izvesti zaključak o neefikasnosti uspostavljenog sistema sankcionisanja tržišnih zloupotreba, vrsta i broj zabilježenih tržišnih zloupotreba u prvom redu svjedoče o niskom stupnju razvoja tržišta kapitala.

### Zaključak

Trgovina povlaštenim informacijama i tržišna manipulacija kao dva osnovna pojavna oblika tržišnih zloupotreba onemogućavaju realizaciju potpune tržišne transparentnosti, koja je preduvjet uspješnog trgovanja zbog čega većina savremenih pravnih sistema, u skladu s vlastitim specifičnostima, uspostavlja pravni i institucionalni okvir, odnosno pravni mehanizam za njihovo sprečavanje i sankcionisanje. Na području Evropske unije mehanizam sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba izgrađen je na odredbama Direktive 2003/6/EC o zloupotrebama na tržištu. Uspostavljeni pravni mehanizama trenutno se nalazi u procesu revizije kako bi realizirala dva komplementarna cilja. Prvi cilj usmjeren je na povećanje efikasnosti u provedbi, a drugi na njegovo pojednostavljenje i umanjeње regulatornih opterećenja.

Kao kontrast nastojanjima Evropske unije da ostvari visok nivo ujednačenosti mehanizama za sprečavanje i sankcionisanje tržišnih zloupotreba uspostavljenih na nivou država članica, na području Bosne i Hercegovine dominiraju procesi dezintegracije uspostavljenih tržišta vrijednosnih papira. Naime, na državnom području su uspostavljena dva odvojena mehanizma sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba između kojih postoje sličnosti, ali i značajne razlike. Neusaglašenost uspostavljenih mehanizama, odrazila se i na pristup u realizaciji njihovih osnovnih ciljeva: povećanju tržišne discipline i efikasnijoj zaštiti investitora. Nizak nivo razvijenosti tržišta vrijednosnih papira determinirao je nivo zaštite koji je pružen investitorima, ali i karakteristike sistema sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba. Iz provedene analize i komparacije entitetskih zakona i odredbi Direktive 2003/6/EC o zloupotrebama na tržištu jasno je da rješenja prisutna u bosanskohercegovačkom pravu nisu usaglašena sa evropskim rješenjima. To je posebno vidljivo kod određenja pojma povlaštene informacije, primarnih i sekundarnih insajdera, zabrana objavljivanja ili širenja informacija koje utiču ili mogu uticati na obim prometa i cijenu vrijednosnih papira, vrsta nedozvoljenih naloga, cilja zabrane transakcija kod tržišnih manipulacija i izostanka pojma *ad hoc* publiciteta povlaštenih informacija. Sve navedene razlike je potrebno otkloniti u budućoj redakciji entitetskih zakona ukoliko se želi ostvariti pristup Evropskoj uniji koji je uvjetovan potpunim usklađivanjem domaćeg zakonodavstva sa *acquis communautaire*, a što znači i sa Direktivom 2003/6/EC o zloupotrebama na tržištu koja slijedi koncept maksimalne harmonizacije.

## Literatura

1. Adungo, B. I. (2009). The New European Union and United Kingdom Regimes for Regulation of Market Abuse. Preuzeto sa: <http://ssrn.com/abstract=1324678>;
2. Avgouleas, E. (2005). *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A legal and Economic Analysis*. New York: Oxford University Press;
3. Babić, M., Filipović, Lj., Marković, I. i Rajić, Z. (2005). *Komentar krivičnih/kaznenih zakona u Bosni i Hercegovini*. Sarajevo: Savjet/Vijeće Evrope i Evropska komisija;
4. Bainbridge, S. M. (2000). Insider Trading: An Overview. In Bouckaert, Boudewijn and De Geest, Gerrit (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, (vol. III, 772- 812). Cheltenham: Edward Elgar;
5. Burke, J. J. A. (2009). Re-Examining Investor Protection in Europe and the US, *Journal of Law Finance and Economics*, 1(1), 1-51;
6. Cafritz, E. and Tene, O. (2003). Securities Regulation v. Consumer Protection: French Financial Market Legislation, *The International Lawyer*, vol. 37, 173-190;
7. Chalmers, D., Hadjiemmanuil, C., Monti, G., and Tomkins, A. (2006). *European Union Law*. Cambridge: Cambridge University Press;
8. Commission of the European Communities COM (2001) 281- final, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation - market abuse;
9. Council Directive 89/592/EEC coordinating regulations on insider dealing, OJ L 334/30/89;
10. Council of Europe's Convention on Insider Trading (Concluded at Strasbourg on 20. April 1989, which came into effect in October 1991);
11. Čulinović-Herc, E. (2004). Zloupotrebe na tržištu vrijednosnih papira-Nova evropska smjernica i Zakon o tržištu vrijednosnih papira, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*, v. 25, br. 2, 749-781;
12. Engle, E. (2006). Insider Trading: Incoherent in theory, Inefficient in Practice. *Oklahoma City University Law Review*, Vol. 31, 477- 525;
13. Enriques, L. and Gatti, M. (2007). Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan? Preuzeto sa: <http://ssrn.com/abstract=982282>;
14. European Commission - Directorate General Internal Market and Services. (2010). *Public consultation on a revision of the Market Abuse Directive (MAD)*. Preuzeto sa: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mad/consultation\\_paper.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper.pdf);
15. European Commission COM(1996)209, Financial Services: Meeting Consumers' Expectations, Green Paper. (1996);
16. European Commission COM(1999)232, Communication on Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. (1999);



17. European Commission. (2009). *Call for evidence Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*. Preuzeto sa: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf);
18. European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (market manipulation), OJ L 96/16/03;
19. European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96/16/03;
20. European Parliament and Council Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345/64/03;
21. European Parliament and Council Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 390/38/04;
22. European Parliament and Council Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments, OJ L 145/1/04;
23. Fried, J. M. (1998). Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, *Southern California Law Review*, Vol. 71, No. 2, 303-392;
24. Hansen, J. L. (2009). What Constitutes insider dealing? – The Advocate General's opinion in Case C-45/08, Spector Photo Group, *International and Comparative Corporate Law Journal*, Forthcoming. Preuzeto sa: <http://ssrn.com/abstract=1499093>;
25. Imamović-Čizmić, K. (2006). Zakonska regulacija trgovine na bazi povlaštenih informacija na tržištu hartija od vrijednosti, *Godišnjak Pravnog fakulteta u Sarajevu*, Sarajevo, br. XLIX, 161-183;
26. Krivični zakon Bosne i Hercegovine, „Službeni glasnik Bosne i Hercegovine” br. 3/03, 32/03, 37/03, 54/04, 61/04, 30/05, 53/06, 55/06, 32/07, 8/10;
27. Krivični zakon Federacije Bosne i Hercegovine, "Službene novine Federacije BiH", br. 36/03, 37/03, 21/04, 69/04 i 18/05, 42/10;
28. Krivični zakon Republike Srpske, "Službeni glasnik Republike Srpske", br. 49/03, 108/04 i 37/06, 70/06, 73/10);
29. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Law? *Journal of Financial Law*, No. 03-22. Preuzeto sa <http://ssrn.com/abstract=425880>;
30. Lee, K. (2009). Investor Protection in European Union: Post FSAP Directives and MiFID. Preuzeto sa <http://ssrn.com/paper=1339305>;
31. Manne, H. (1966). *Insider Trading and the Stock Market*. New York, London: Collier-Macmillan;
32. Misita, N. (2006). Elementi evropskog prava zaštite investitora, *Zbornik radova Aktualnosti građanskog i trgovačkog zakonodavstva i pravne prakse*, br. 4, 59-80;

33. Optem. (2008). *Qualitative study on pre contractual information for financial services*. Preuzeto sa:  
[http://ec.europa.eu/consumers/rights/fin\\_serv\\_en.htm#studies](http://ec.europa.eu/consumers/rights/fin_serv_en.htm#studies);
34. Ristić, Ž. (2000). *Novo evropsko berzansko pravo - EU direktive, zakoni, insajder pravila, etički kodeksi i standardi*. Beograd: Centar za unapređenje pravnih studija;
35. Ristić, Života. (1990). *Tržište kapitala, teorija i praksa*. Beograd: NIP „Privredni pregled“;
36. Siems, M. M. (2009). *The Foundations of Securities Law, European Business Law Review*, vol. 20, pp. 141-171;
37. Stout, L. A. (2002). *The investor confidence game*. *Brook. L. Rev.* 68 407-437;
38. The Committee of European Securities Regulators. (2007). *Report on Administrative Measures and Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive MAD (CESR/ 07-693)*. Preuzeto sa: <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=4853>;
39. Wang, Y., Liao, L., and Deng, X. (2003). *The Effect of Investor Protection on Information Asymmetry in a Stock Market*. Preuzeto sa:  
<http://ssrn.com/paper=383901>;
40. Welch, J., Pannier, M., Barrachino, Jan Bernd, E., and Ledebøer, P. (2005). *Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse*. London: Corporation of London;
41. Zakon o tržištu hartija od vrijednosti, „Službeni glasnik Republike Srpske“, br. 92/06, 34/09;
42. Zakon o tržištu vrijednosnih papira, „Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine“, br. 85/08;
43. Zakon o vrijednosnim papirima Federacije Bosne i Hercegovine („Službene novine F BiH“, br. 39/98, 36/99).

### Biografije

**Dina Bajraktarević**, viši asistent na Fakultetu za kriminalistiku, kriminologiju i sigurnosne studije. Diplomirala je na Pravnom fakultetu Univerziteta u Sarajevu 2006. godine, gdje je i magistrirala 2009. godine.  
[dbajraktarevic@fknbih.edu](mailto:dbajraktarevic@fknbih.edu)