

Insider Trading - Europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu, 2000, 50, 309 - 334**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:118:253076>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-02**

PRAVI

Pravni fakultet Faculty of Law



Sveučilište u Rijeci
University of Rijeka

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Rijeka, Faculty of Law](#)
[- Repository University of Rijeka, Faculty of Law](#)

uniri DIGITALNA
KNJIŽNICA


DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

INSIDER TRADING - EUROPSKA DIREKTIVA I NJEZINA IMPLEMENTACIJA U NJEMAČKO I HRVATSKO ZAKONODAVSTVO

Dr. sc. **EDITA ČULINOVIĆ - HERC**,
asistent Pravnog fakulteta u Rijeci

UDK 336.763
347.457

Izvorni znanstveni rad
Priljeno: ožujak 2000.

U radu se uspoređuju propisi o zabrani trgovine povlaštenim informacijama u prometu vrijednosnih papira (insider trading) koji postoje u europskom pravu s jedne strane s propisima dvaju nacionalnih zakonodavstava: njemačkog i hrvatskog. Pritom se polazi od razlika u poimanju povlaštene informacije koja je središnji objekt zaštite, a zatim se prelazi na kategorije osoba na koje se te zabrane odnose. Razrađuju se vrste zabranjenih radnji prilikom kupnje i prodaje vrijednosnih papira koje se tiču zabrane trgovanja povlaštenim informacijama. Zatim se uspoređuju propisi kojima se osigurava provedba opisanih zabrana: operacionalizacija sustava (preventivnog) nadzora predviđenog Direktivom, utjelovljenog u ovlastima Komisije za vrijednosne papire, i sustav zapriječenih sankcija: prekršajnih, kaznenopravnih i onih imovinske naravi.

Ključne riječi: insider trading, povlaštene informacije, vrijednosni papiri, promet vrijednosnih papira, Komisija za vrijednosne papire, europsko pravo

1. Uvod

Insider trading jest trgovina povlaštenim informacijama ili točnije: korištenje prednosti pri trgovanju vrijednosnim papirima stečeno poznavanjem cjenovno osjetljivih povlaštenih informacija koje se tiču izdatelja vrijednosnih papira ili samog vrijednosnog papira. Izbor izraza "korištenje prednosti" nije slučajna. U radnje koje *insider trading* zabranjuje ne ulaze samo kupnja i prodaja temeljem povlaštenih informacija već i savjetovanje prilikom kupnje (ili prodaje) odnosno

odavanje povlaštenih informacija. Cilj sveobuhvatnog koncipiranja zabranjenih radnji je spriječiti raznovrsne oblike u kojima se *insider trading* pojavljuje. To podupire propis koji jednako sankcionira zabranjene radnje poduzete u vlastitom ili tuđem interesu. Bitno je da se uslijed korištenja povlaštenih informacija pri poslovanju s vrijednosnim papirima namjerava ostvariti dobitak ili izbjeći gubitak, ali je nebitno je li taj dobitak doista i ostvaren. To što je suprotno očekivanjima poduzimanjem zabranjene radnje nastala šteta, ne utječe na podložnost radnje sankcijama.

Načelo jednakog položaja svih ulagatelja na tržištu vrijednosnih papira nalaže da se svima omogući jednak pristup informacijama, kako bi ulagatelji temeljem uvida u činjenice koje se odnose na vrijednosni papir (ili na njihova izdavatelja) mogli usmjeriti svoju potražnju. Riječ je o zaštiti individualnog ulagatelja, ali i zaštiti tržišta vrijednosnih papira u cjelini.¹ Iako su te dvije funkcije načelno odvojive, to su zapravo dvije strane jedne medalje. Dođe li do povrede zaštićenog dobra, zakon predviđa sankcije, prvenstveno prekršajne i kaznenopravne naravi, ali nije isključena niti građanskopravna odgovornost za štetu.

2. Izvori

U hrvatskom pravu na snazi je Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnih papira (dalje u tekstu: ZVP)² koji između ostalog regulira i *insider trading*. Povlaštene informacije čine prvi odjeljak glave IV. koja nosi naziv *Zabrane i ograničenja poslova u svezi s vrijednosnim papirima*. Kao legislativni uzor poslužila je Direktiva 89/592/EEC (dalje u tekstu: Direktiva) koja pravno regulira *insider trading* u europskom pravu. Direktiva je prihvaćena na Vijeću Europske zajednice 13. 11. 1989.³ Po svojoj pravnoj naravi Direktiva je dio tzv. *binding legislation*, što znači da su države članice temeljem Direktive obvezne unijeti odgovarajuće izmjene u svoja nacionalna zakonodavstva.

Prije prihvaćanja Direktive pravna regulativa *insider trading* bila je vrlo šarolika unutar zemalja Europske zajednice.⁴ U nekim je zemljama *insider trading* bio kazneno djelo⁵, dok se u drugim zemljama zaštita ostvarivala temeljem

¹ K. Hopt, *Insider-Probleme*, u: Schimansky/Bunte/Lwowski, *Bankrechtshandbuch*, München 1997, 2843.

² NN, 107/95, 142/98.

³ Tekst Direktive vidi u: Egan/Rushbrooke/Lockett, *EC Financial Services Regulation*, London, 1994, par.19.7.

⁴ Cjelovit prikaz pravne regulacije u usporednom pravu *insider trading* vidi u: E. Gaillard, (ed.), *Insider Trading: The laws of Europe, the United States and Japan*, Boston, 1992.

⁵ Primjerice u Velikoj Britaniji: *Companies Securities (Insider Dealing) Act, 1985*.

burzovnog autonomnog prava (*self-regulation*) u obliku kodeksa ponašanja.⁶ Neke zemlje uopće nisu pravno regulirale *insider trading*.⁷ S obzirom na sve veću internacionalizaciju tržišta vrijednosnih papira, te su pravne neujednačenosti svakako štetile transparentnosti tržišta vrijednosnih papira pri transakcijama s inozemnim elementom. Usvajanjem Direktive nastala je polazna osnova za borbu protiv *insider tradinga* na europskom tržištu vrijednosnih papira.⁸

U spomenutoj direktivi nisu se iscrpljivali svi naponi ujednačavanja prava. Kako je njezina primjena bila ograničena na zemlje EZ, Vijeće Europe izradilo je Konvenciju o *insider tradingu* iz 1989. koja je imala značajke multilateralne međunarodne konvencije.⁹ Bila je otvorena za potpisivanje i neeuropskim državama, a ciljna grupa bile su zemlje OECD. Konvencijom se pokušalo osujetiti provođenje tzv. *offshore operations* kojima se ometa rad inozemnih burzi. Zahvaljujući modernoj informacijskoj tehnologiji, te su se operacije mogle odvijati u bilo kojem dijelu svijeta.

Republika Hrvatska normirala je *insider trading* u ZVP-u te je tako harmonizirala svoje pravo s pravom Europske unije. To nije ni jedini ni prvi primjer tzv. *voluntary harmonization*. Ipak, tekst Zakona nije potpuno istovjetan s tekstem Direktive. S druge strane, sama Direktiva ostavlja regulaciju pojedinih pitanja nacionalnim zakonodavcima. Kako uređenje kaznenih sankcija nije u djelokrugu Europske unije, tako je na zemljama članicama da urede vrstu sankcija i njihove raspone.

Njemačka je uskladila svoje unutarnje pravo koje se odnosi na *insider trading* s europskim pravom 1994. godine. Promjene su unesene Zakonom o trgovanju vrijednosnim papirima (WpHG),¹⁰ ali te promjene treba gledati i u kontekstu izmjena Zakona o burzi iz 1994. Ta se dva zakona razlikuju po polju primjene, jer se Zakon o burzama primjenjuje na uski segment tržišta vrijednosnih papira - tj. na burze, dok se Zakon o vrijednosnim papirima primjenjuje i na transakcije koje se odvijaju izvan burze.¹¹

Zadatak je ovoga rada utvrditi sličnosti i razlike pravnog reguliranja *insider tradinga* u Direktivi, njemačkom i hrvatskom pravu, kako bi se utvrdio stupanj uskladenosti hrvatskog prava s europskim te kako bi se usporedili hrvatski propisi s propisima jednog europskog nacionalnog zakonodavstva.

⁶ Primjerice u Njemačkoj: *Insiderhandels-Richtlinien*, u: Baumbach/Duden/Hopt, *Handelsgesetzbuch*, 28. izd. 1989, 1470 i d.

⁷ Primjerice Italija i Irska.

⁸ Detaljnije o Direktivi vidi: I. Pingel, *The EC Directive of 1989*, u: E. Gaillard, (ed.), *Insider Trading: The laws of Europe, the United States and Japan*, Boston, 1992, 5-21.

⁹ O tome vidi: F. W. Hondius, *The Council of Europe's Convention of 1989*, u: E. Gaillard, (ed.), *Insider Trading: The laws of Europe, the United States and Japan*, Boston, 1992, 23-33.

¹⁰ Komentar rješenja WpHG o *insider tradingu* vidi u Assmann/Schutze, *Handbuch des Kapitalanlagerecht*, 2. izd. München, 1997, 504-521.

¹¹ Vidi K. Hopt, op.cit., 2842. Sažet prikaz zakonskih rješenja vidi: U. A. Weber, *Das neue deutsche Insiderrecht*, BB 4/95, 157-166, ili H. D. Assmann, *Das neue deutsche Insiderrecht*, ZGR,

3. Pojam povlaštene informacije

3.1. Europsko pravo

Direktiva definira povlaštenu informaciju u čl. 1(1) pomoću njezine **naravi i svrhe**.

U pogledu **naravi** povlaštene informacije bitno je da se radi o informaciji koja:

- 1) nije poznata javnosti;
- 2) koja je dovoljno određena ("*precise nature*");
- 3) koja bi vjerojatno bitno utjecala na cijenu odnosnog vrijednosnog papira.

U pogledu nepoznatosti informacije javnosti, valja zapaziti da je taj bitni element definicije prošao kroz nekoliko čitanja dok nije konačno formuliran.¹² Kao jedan od mogućih kriterija nuden je izraz "nedostupan javnosti" (*inaccessible or not available to the public*). Taj je amandman bio osmišljen kako bi se omogućilo financijskim analitičarima da nesmetano obavljaju svoj posao, imajući u vidu da je informacija na kojoj rade financijski analičari dostupna, iako nije objavljena. Usvajanjem izraza *has not been made public* (nije objavljena) došlo je do promjene pristupa zauzetog u većini nacionalnih sustava koji govore o informaciji povjerljive naravi.

Sljedeći zahtjev je preciznost (*precise nature*), odnosno dovoljna određenost informacije. Glasine (*rumors*) ne mogu se smatrati povlaštenim informacijama. Tu se pojavljuje pitanje crte razgraničenja između precizne informacije i raznih predviđanja na tržištu, odnosno u gospodarstvu općenito.¹³

Treći element je vjerojatnost bitnog utjecaja informacije na cijenu vrijednosnog papira. Ako informacija ne može utjecati na cijenu vrijednosnog papira, tada se ne radi o povlaštenoj informaciji. Problem nastaje s uvođenjem pravnog standarda "bitnog" utjecaja na cijenu, jer se informacije koje nemaju to svojstvo ne bi mogle smatrati povlaštenim informacijama. Uobičajene fluktuacije cijena vrijednosnih papira na tržištu ne bi se mogle uzeti u obzir.

U pogledu **svrhe** povlaštene informacije potrebno je da se informacija odnosi na jednog ili više izdavatelja vrijednosnih papira ili na jedan ili više vrijednosnih papira.

Kada se radi o informaciji koja se odnosi na izdavatelja, ona može biti unutarnje ili vanjske naravi.¹⁴ Unutarnje naravi bile bi informacije o povećanju dobiti,

3/1994, 495-529. Praktične konotacije vidi u: K. B. Caspari, *Die Geplante Insiderregelung in der Praxis*, ZGR, 3/1994, 531-546.

¹² O tome pobježe I. Pingel, *op.cit.*, 6.

¹³ Egan, *op.cit.*, par. 19.8.

¹⁴ Pingel, *op.cit.*, 9.

smanjenju kapitala, unošenju važnih izmjena u statut društva i sl. U pogledu vanjskih informacija navodi se primjer iznosa ponude pri preuzimanju društva (*takeover bid*). Povlaštena informacija može se ticati i samog vrijednosnog papira, kao što su promjene dividendne stope, promjena diskontne stope središnje banke i sl.¹⁵

U čl.1(2) Direktive sadržana je definicija vrijednosnog papira. U pojam vrijednosnog papira ne ulaze samo vrijednosni papiri u užem smislu riječi nego i prenosive opcije, pa i prava koja proizlaze iz vrijednosnih papira kao i tzv. *fixed term financial instruments*. Bitno je da su ti vrijednosni papiri uvršteni na uređeno tržište koje pritom podliježe nadzoru javno ovlaštenih tijela te koje je izravno ili neizravno pristupačno javnosti.

3.2. Njemačko pravo

Glede elemenata definicije povlaštene informacije njemačko pravo u potpunosti slijedi Direktivu. Jedina specifičnost odnosi se na pokušaj definiranja što se ne smatra povlaštenom informacijom.¹⁶ U par. 13/2. WpHG propisuje se da se povlaštenom informacijom ne smatra ona procjena koja je nastala isključivo preradom činjenica koje su poznate javnosti. Negativnom se definicijom nastojalo zaštititi financijske analitičare i gospodarske novinare, jer analitika tržišta vrijednosnih papira ispunjava važnu funkciju. Ta je ideja došla do izražaja i tijekom izrade Direktive, ali tekstualno nije provedena. S druge strane, niti financijskim analitičarima (odnosno novinarima) nije dopušteno korištenje informacija do kojih su došli putem intervjua s članovima upravljačkih tijela izdavatelja vrijednosnog papira. Te se informacije smatraju povlaštenim informacijama. S druge strane, upozorava se na to da povlaštenost informacije ne znači ujedno njezinu tajnost (*Geheimnisse*) ili povjerljivost (*vertraulich*).¹⁷

Sljedeća konkretizacija odnosi se na vrste vrijednosnih papira na koje se odnosi zabrana korištenja povlaštenih informacija. Navodi se da su to vrijednosni papiri kojima se trguje na nekoj od domaćih burzi ili u slobodnoj prodaji, a ne - kako to Direktiva predviđa - samo na organiziranom i nadziranom tržištu.¹⁸ Međutim prodaja putem telefona je isključena.¹⁹ Polazi se od toga da je za svaki oblik prodaje potrebno imati odgovarajuća pravila ponašanja o njezinu odvijanju. Ubrajaju se i vrijednosni papiri koji su uvršteni na neko od tržišta zemalja EU, ali je dvojbeno jesu li obuhvaćeni vrijednosni papiri kojima se slobodno trguje na

¹⁵ *Ibid.*, bilješka 36.

¹⁶ Hopt, *op. cit.*, 2848, par. 26.

¹⁷ Assman, *op. cit.*, 510.

¹⁸ Assmann, *op. cit.*, 516.

¹⁹ Hopt, *op. cit.*, 2849, par. 29. Isto Weber, *op. cit.*, 164.

nekom od tržišta vrijednosnih papira zemalja EU. Potvrđan se odgovor daje za trgovanje vrijednosnim papirima koje se odvija putem potvrda (*Erscheinen*), kao što to propisuje par. 12/1/2. WpHG.²⁰ U skladu s Direktivom obuhvaćeni su i derivati vrijednosnih papira (opcije, terminski poslovi, tzv. prava prvenstva iz emisije i sl.).

U njemačkom se pravu polemizira o tome je li informacija postala javnom i onda kada je objavljena samo dijelu javnosti (*Bereichöffentlichkeit*).²¹ Naime, glavni oblik borbe protiv *insider tradinga* jest pravovremena objava informacija. Prema njemačkom pravu dovoljno je objavljivanje po pravilima burze, pri čemu se to ne odnosi na cijelu burzovnu javnost, nego i na neki njezin segment. Isto je s objavom u javnom glasilu. Mediji publikacije mogu biti i elektronički pod uvjetom da su svakome dostupni.²² Prema tome adresat objavljivanja nije široka ulagačka publika (*breite(n) Anlegerpublikum*), nego sudionici tržišta (*Marktteilnehmern*). Koncept *Bereichöffentlichkeit* zadovoljen je kada je s nekom informacijom upoznat neodređeni krug sudionika na tržištu, što opet ne znači da ta informacija mora biti poznata svakome od njih.²³ S druge strane, priopćenje informacije na glavnoj skupštini društva koje je izdavatelj vrijednosnog papira ili prigodom pozdravnog govora nije dostatno.²⁴

U pogledu ostvarenja bitnog utjecaja informacije na cijenu u njemačkoj se doktrini tumači da taj zahtjev ispunjava dvostruku funkciju: isključuje iz polja primjene bagatelne slučajeve i navodi na ispitivanje bitnosti utjecaja *in concreto*, jer se *ex ante* ne mogu uspostaviti razvidni i objektivni kriteriji.²⁵ Dok neki autori zastupaju mišljenje da bi načelno sve otklone +/- 5% trebalo uzimati bitnima,²⁶ drugi smatraju da bi taj kriterij zadovoljavali otkloni u cijeni koji bi se kretali između +/- 5-10%. Procjena bitnog utjecaja *in concreto* treba uvijek uzeti u obzir vrstu vrijednosnog papira kao i indekse njegova rasta i pada.²⁷ Tako se, primjerice, kod dionica male vrijednosti (5 DEM) tek oscilacija +/-10% smatra bitnom, dok je kod čvrsto ukamaćenih vrijednosnih papira bitan već otklon +/- 1,5%.²⁸ Prema jednom mišljenju bitnima bi se smatrali takvi otkloni u cijeni koji burzovnog posrednika obvezuju (s obzirom na uvjete iz dobivenog naloga) da označi predvidive otklone od posljednjeg notiranog tečaja s plus i minus dodacima. Na to

²⁰ Hopt, *op. cit.*, 2849, par. 29. Isto Assmann, *op. cit.*, 516.

²¹ Hopt, *op. cit.*, 2847, par. 22. Usporedi Assmann, *op. cit.*, 511.

²² Assmann, *op. cit.*, 512.

²³ Assmann, *op. cit.*, 511.

²⁴ Hopt, *op. cit.*, 2847, par. 22.

²⁵ Assmann, *op. cit.*, 514.

²⁶ Assmann, *op. cit.*, 515.

²⁷ Hopt, *op. cit.*, 2848, par. 25.

²⁸ F. C. Megede, zur, u: Assmann/Schutze, *Handbuch des Kapitalanlagerecht*, 2. izd. München, 1997, 508.

ga obvezuju opći uvjeti poslovanja s vrijednosnim papirima koji se primjenjuju na njemačkoj burzi vrijednosnih papira.²⁹

3.3. Hrvatsko pravo

Definicija povlaštene informacije sadržana je u čl. 62. ZVP. To su činjenice koje nisu poznate javnosti a odnose se na jednog ili više izdavatelja vrijednosnih papira, ili na same vrijednosne papire, koje bi da su poznate javnosti vjerojatno utjecale na njihovu cijenu.

Naš zakonodavac, za razliku od Direktive i njemačkog zakonodavca, ne zahtijeva da utjecaj informacije na cijenu vrijednosnog papira bude "bitan". Kako je pitanje bitnosti utjecaja predmet polemika u usporednom pravu, izostavljanje tog kriterija ima svoje dobre i loše strane. Nedovoljno upućeni primjenjivač zakona u okruženju gdje ne postoji uhodana praksa tržišta vrijednosnih papira može uzeti kao relevantne i najmanje oscilacije u cijeni vrijednosnog papira, koje proizlaze iz trenutnog odnosa ponude i potražnje. Takav pristup ne bi bio valjan. S druge strane, zahtjev da informacija bitnije utječe na cijenu pravni je standard za koji primjenjivač zakona iziskuje daljnje smjernice, koje i kada postoje ostaju na razini aproksimacija.

Sljedeća napomena odnosila bi se na vrijednosne papire koji ulaze u polje primjene ZVP. Dok su prema Direktivi obuhvaćeni derivati vrijednosnih papira i različite opcije, u nas će, čini se, u obzir doći samo vrijednosni papiri u užem smislu riječi, koji udovoljavaju elementima definicije vrijednosnog papira sadržane u čl. 3. ZVP.³⁰

Važan je propis koji uređuje polje primjene ZVP glede transakcija s vrijednosnim papirima. Zabrane koje vrijede glede trgovanja povlaštenim informacijama primjenjuju se, s jedne strane, na sve transakcije s vrijednosnim papirima koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske (teritorijalno polje primjene), ali u pogledu vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj zakonske zabrane primjenjuju se, s druge strane, bez obzira na to gdje se njima trguje (ekstrateritorijalno polje primjene). Takav pristup uvrštava hrvatsko pravo u krug zakonodavstava koji primjenu zabrane trgovanja povlaštenim informacijama ne ograničavaju samo na tržište koje se odvija putem posrednika (burzovno i tzv. *parallel market*), već na cjelokupan slobodan promet vrijednosnih papira. Naime, čl.2(3) Direktive zahtijeva da transakcije budu provedene putem posrednika profesionalca. Države članice slobodne su na to staviti rezervu - da se na transakcije

²⁹ Vidi par. 8/1. *Bedingungen für Geschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen*. Očekivane otklone između 5-10% posrednik treba označiti sa "+" odnosno "f", otklone iznad 10% sa "++" odnosno "//", a otklone preko 20% sa "+++" odnosno "///". Cit. prema Assmann, *op. cit.*, 515, bilješka 79. Isto Weber, *op. cit.*, 164.

³⁰ To mogu dakako biti i dematerijalizirani vrijednosni papiri (čl. 2. ZVP).

provedene bez posrednika takve zabrane neće primjenjivati. Kako se u nas zabrane prema čl. 64. st. 1. i 3. ZVP primjenjuju na cjelokupan "promet na teritoriju Republike Hrvatske", tu je obuhvaćeno i trgovanje iz ruke u ruku.

4. Osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama

4.1. Europsko pravo

4.1.1. Tzv. *primary insiders*

Direktiva u čl. 2(1) razlikuje tri kategorije primarnih *insidera* (*primary insiders*). To su osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama, pri čemu se tzv. primarni *insideri* razlikuju od tzv. sekundarnih.

U prvu kategoriju primarnih *insidera* spadaju osobe za koje se smatra da raspolažu povlaštenim informacijama s obzirom na funkciju koju obavljaju kod izdavatelja: to su članovi uprave ili nadzornog odbora. U drugu kategoriju spadaju osobe koje sudjeluju u temeljnom kapitalu izdavatelja (dioničari izdavatelja). Prema Direktivi nije odlučujući udio u kojem pojedina osoba sudjeluje u temeljnom kapitalu, iako se opravdano zapaža da u stvarnom životu dioničari koji sudjeluju u manje od 10% udjela u kapitalu društva rijetko raspolažu povlaštenim informacijama. Državama članicama omogućeno je da uvođenjem sustava registracije za *insidere* ograniče primjenu zabrane unutar te kategorije samo na one dioničare čiji udio prelazi određeni postotak (primjerice više od 10%).³¹

Treća kategorija primarnih *insidera* obuhvaća osobe koje su saznale za povlaštene informacije u obavljanju svojih radnih zadaća, profesije ili dužnosti. To su djelatnici izdavatelja vrijednosnog papira (osim članova uprave koji su obuhvaćeni prvom kategorijom), ali se tu ubrajaju i osobe izvan tvrtke. Može se raditi o radnom odnosu na određeno i na neodređeno vrijeme. S druge strane, zaposlenje ne mora biti takve vrste da je djelatnik u redovitom kontaktu s povlaštenim informacijama (kao što je to slučaj sa zanimanjem tajnika). Od profesija koje su obuhvaćene ovom grupom naročito se spominju računovođe, revizori, bankari, odvjetnici i novinari. To je ujedno i najraznovrsnija kategorija primarnih *insidera*.

Prema Direktivi primarni *insider* može biti i pravna osoba. U tom slučaju zabrana se odnosi na one fizičke osobe u toj pravnoj osobi koje su sudjelovale u donošenju odluke o provedbi transakcije za račun te pravne osobe kako to uređuje čl. 2. (2) Direktive.

³¹ Takav primjer nalazimo u SAD.

4.1.2. Sekundarni *insideri*

Prema Direktivi sekundarni *insider* je osoba koja svjesna povlaštenosti informacije raspolaže tom informacijom, a za nju je izravno ili neizravno doznala od primarnog *insidera*. Kako nije odlučujuće je li osoba izravno doznala od primarnog *insidera*, zabrani podliježu sve osobe u nizu od prvog do posljednjeg sekundarnog *insidera*.

4.1.3. Presumpcija poznavanja povlaštene informacije

U Direktivi se uređuje pitanje stvara li svojstvo člana uprave ili nadzornog odbora presumirano znanje o povlaštenim informacijama ili je tu okolnost potrebno dokazati. Okolnost da se članovi uprave i nadzornog odbora razvrstavaju u posebnu kategoriju primarnih *insidera* mogla bi upućivati na to da se oni podvrgavaju drukčijem pravilu o teretu dokaza.³² U protivnom bi se lako mogli svrstati u treću kategoriju primarnih *insidera*. S druge strane, postavlja se pitanje treba li ovo dokazno pravilo primijeniti i na drugu kategoriju primarnih *insidera* (dioničari). Iako to pitanje nije najpreciznije riješeno, uzme li se da je znanje upravljačke strukture presumirano, takva presumpcija u svakom slučaju mora biti oboriva. Ta bi osoba mogla pružiti dokaz o protivnom.

Ovo pravilo ne bi trebalo vrijediti kada su u pitanju dioničari već zbog ovisnosti njihova faktičnog poznavanja povlaštenih informacija o visini udjela.³³

4.2. Njemačko pravo

Njemačko pravo razlikuje, poput Direktive, sve tri kategorije primarnih *insidera*. U prvoj grupi označeni su članovi uprave ili nadzornog odbora izdavatelja te članovi društva izdavatelja koji su osobno odgovorni. I osobe koje obavljaju iste funkcije u društvu koje je povezano s izdavateljem smatraju se primarnim *insiderima* glede izdavatelja. Tu treba skrenuti pozornost da WpHG ne pristupa fenomenu povezanih društava na isti način kao i AktG (Zakon o dioničkim društvima). Prema par. 15. AktG koncern obuhvaća dioničko društvo, dok se prema WpHG koncernom smatra širi krug povezanih društava.³⁴

³² U nekim nacionalnim zakonodavstvima pristup ovom pitanju još je više zaoštren. Primjerice, prema francuskom pravu nije moguće da menadžer dokaže da nije raspolagao povlaštenom informacijom. Vidi Gaillard/Pignel, *Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne*, R.T.D.E., 1990, 337.

³³ Vidi Pignel, *op. cit.*, 13.

³⁴ Detaljnije K. Hopt, *Kapitalmarktrecht und Konzerne*, u: Druey/Hommelhoff/Hopt, *Kapitalmarktrecht und Konzerne*, cit. Prema: K. Hopt, *Bankrechtshandbuch*, str. 2845, bilj. 1.

Kako u praksi njemačkih trgovačkih društava postoje razna korporacijska savjetodavna tijela, postavlja se pitanje ulaze li i njihovi članovi u prvu grupu primarnih *insidera*. Stav je nekih autora da članovi savjetodavnih tijela imaju svojstvo primarnih *insidera* samo iznimno: ako to savjetodavno tijelo prema statutu društva ima nadzorne funkcije.³⁵

Za drugu grupu primarnih *insidera* njemačko pravo ne daje naznake koji bi to udio u temeljnom kapitalu dioničar trebao imati da bi se smatrao primarnim *insiderom*. Međutim, ponekad je to moguće utvrditi i iz okolnosti slučaja. Primjerice, dioničar koji ima pravo prvenstva pri upisu novih dionica (pri povećanju temeljnog kapitala) svakako će među prvima imati povlaštenu informaciju o povećanju temeljnog kapitala.

U treću, najheterogeniju grupu primarnih *insidera* ubrajaju se još notari, odvjetnici, burzovni mešetari i sl. Ne traži se povezanost tih osoba s izdavateljem vrijednosnih papira. To mogu biti djelatnici središnje banke, visoki dužnosnici ministarstava ili druga središta moći. U njemačkoj doktrini spornim se smatra položaj financijskih analitičara i gospodarskih novinara. Zbog njihove djelatnosti pokušalo se dati negativnu definiciju povlaštene informacije, kao što je već izloženo. Naime, ako financijski analitičar dođe do spoznaje isključivo preradom informacija koje su poznate javnosti, tada je njegov rad zaštićen. Drukčiji je njegov položaj ako do istih informacija dođe temeljem intervjua ili tijekom posjete tvrtci izdavatelja, i to u pravilu od osobe koja spada u prvu grupu primarnih *insidera*.

U njemačkom pravu nije do kraja razjašnjeno pitanje tereta dokaza o znanju povlaštene informacije osoba koje ulaze u prvu grupu primarnih *insidera*. Za *Claussena* dovoljna je činjenica da te osobe zbog svoga položaja imaju mogućnost saznanja za povlaštene informacije, dok je u tekstu zakona naglasak na mogućnosti izravnog pristupa povlaštenim informacijama, odnosno na mogućnosti da se njima raspolaže.³⁶

4.3. Hrvatsko pravo

Pojam osoba koje raspolažu povlaštenim informacijama uređuje se u čl. 63. i 64. ZVP. Tekst Zakona replicira dvodiobu *insidera* na primarne i sekundarne: prve su osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama (čl. 63. ZVP), a druge su one koje su od prvih doznale za takve informacije i kojima je poznata priroda tih informacija (čl. 64. st. 1. ZVP), ali ta dvodioba nije tako oštra jer su sekundarni *insideri* podvrgnuti istim zabranama, osim što je drukčije riješeno pitanje tereta

³⁵ Hopt, *op. cit.*, 2844. Isto: Assmann/Schneider, *Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar*, 1995, par.13, RdNr 8.

³⁶ Polemiku oko tog pitanja vidi u: U. A. Weber, *op. cit.*, 158 i d.

dokaza. Hrvatsko pravo ne razlikuje sve tri kategorije primarnih *insidera*, za razliku od Direktive i njemačkog prava.

Prvu grupu primarnih *insidera* čine članovi uprave ili nadzornog odbora i drugih odgovarajućih tijela izdavatelja vrijednosnih papira. Te se osobe **smatraju** imateljima povlaštenih informacija koje se odnose na izdavatelja kao i na društvo koje kontrolira izdavatelj. Sličnu odredbu nalazimo u njemačkom pravu: članovi uprave ili nadzornog odbora društva koje je s izdavateljem povezano smatraju se također imateljima povlaštenih informacija koje se tiču izdavatelja bez obzira na to radi li se o ovisnom ili vladajućem društvu. Čini se da je odredba domaćeg prava s(p)retnije sročena, iako je restriktivnija. Prema njoj članovima uprave ovisnog društva ne može se imputirati znanje povlaštenih informacija o vladajućem društvu, dok je prema njemačkom pravu to moguće, iako je u stvarnosti to malo vjerojatno.

Izraz koji rabi naš zakonodavac "smatra se" čini se raščišćava pitanje tereta dokaza o poznavanju povlaštene informacije. Znanje tih osoba se presumira, iako se po mišljenju autora ne radi o apsolutnoj presumpciji, pa bi bio dopušten dokaz o protivnom. Druga razlika prema Direktivi sastoji se u opsegu presumiranog znanja. Dok Direktiva presumira znanje povlaštene informacije i o vrijednosnom papiru i o izdavatelju, naš se zakonodavac ograničava na poznavanje povlaštenih informacija o izdavatelju.

Kako naš zakonodavac, poput njemačkog, uvrštava u prvu grupu primarnih *insidera* i članove drugih odgovarajućih tijela, postavlja se pitanje koja su to tijela, kada i te osobe padaju pod udar zakonske odredbe presumiranog znanja. Njemačko pravo je tu preciznije jer predviđa da nadzorna funkcija tog tijela mora biti predviđena statutom društva izdavatelja.

Drugu grupu primarnih *insidera* hrvatsko pravo ne poznaje. Iako se zakonodavac vjerojatno rukovodio činjenicom da mali dioničari nisu klasični *insideri*, čini se da nije bilo opravdanja za eliminaciju cijele grupe, budući da su većinski dioničari glavno središte moći u trgovačkom društvu. Adekvatniji bi pristup bio propisivanje minimuma sudjelovanja (udjelom) u kapitalu društva koji je potreban da bi se neki dioničar smatrao primarnim *insiderom*.

Treća grupa primarnih *insidera* ni po čemu se ne razlikuje od Direktive. Zakon govori o osobama koje su u obavljanju radnih zadaća, profesije ili dužnosti saznale za povlaštene informacije. Ipak iz te grupe zakonodavac izdvaja društva za poslovanje vrijednosnim papirima i njihove djelatnike te posebnom odredbom zabranjuje odavanje i trgovanje na temelju povlaštenih informacija (čl. 63. st. 3. i 64. ZVP), iako ti subjekti pod udar zakonske zabrane padaju već i temeljem općeg pravila (čl. 64. st. 1. t. 1, 2. i 3. ZVP). Očigledno je zakonodavac htio pojačati disciplinu profesionalaca na hrvatskom tržištu vrijednosnih papira koje se tek razvija. Taj je pristup potvrdio i propisivanjem posebnih prekršajnih sankcija za te subjekte.

5. Zabranjene aktivnosti

5.1. Europsko pravo

5.1.1. Zabranjene aktivnosti za primarne i sekundarne *insidere*

Direktiva zabranjuje svakom *insideru* da se koristi prednostima poznavanja povlaštenih informacija. Ta se zabrana jednako primjenjuje na primarne i sekundarne *insidere*. Međutim, aktivnosti podliježu zabrani pod uvjetom da je *insiderima* bila poznata narav tih informacija (*full knowledge of the facts*). Taj izraz jasno sugerira element namjere. Izraz "korištenje prednosti" namjerno je formuliran široko kako bi bio primjenjiv na sve pojavne oblike *insider tradinga*.

Nije odlučno je li se *insider* koristio prednosti za sebe ili za treću osobu, kao ni je li to učinio prilikom kupnje (*acquiring*) ili prodaje (*disposing*) vrijednosnih papira jednog ili više izdavatelja na koje se povlaštena informacija odnosi. Direktiva zabranjuje i kupnju i prodaju temeljem povlaštenih informacija. Ona se primjenjuje na transakcije koje se odvijaju izravno ili neizravno na burzi odnosno na paralelnom tržištu. Da bi transakcija bila u polju primjene, dovoljno je da se odvija putem posrednika profesionalca.³⁷ Pod određenim uvjetima Direktiva se može primijeniti i na izvanburzovne transakcije. Taj je propis pretrpio brojne izmjene do svoje konačne verzije. Prema konačnom tekstu čl. 1. st. 2. Direktive države članice mogu isključiti izvanburzovne transakcije iz polja primjene Direktive, ali ne učine li to, Direktiva će se primjenjivati i na te transakcije.³⁸

Izraz "korištenje prednosti" poput drugih izraza iz Direktive može izazvati dvojbe prilikom interpretacije jer se postavlja pitanje je li relevantna *insiderova* namjera da ostvari dobit iz transakcije.

S druge strane, čl. 2(4) sadrži klasičnu zaštitnu klauzulu ustanovljenu radi zaštite ekonomskog suvereniteta države. Direktiva se ne primjenjuje na transakcije s vrijednosnim papirima koje provodi država, i središnja banka, ili bilo koje tijelo koje djeluje u njihovo ime, a koje se poduzimaju kao mjere monetarne politike.

5.1.2. Zabranjene aktivnosti samo za primarne *insidere*

Te su aktivnosti propisane u čl. 3. Direktive. Primarni *insideri* ne smiju iznositi (*disclosing*) povlaštene informacije trećim osobama, osim ako do iznošenja dođe u okviru normalnog obavljanja njihovih radnih zadataka, profesije ili dužnosti. Direktiva ne spominje ovlaštenje kao temelj za iznošenje informacija, već iznošenje u okviru "normalnog obavljanja poslova". To je standard koji izaziva dvojbe u primjeni. Kako je moguća ekskulpacija od obveze neiznošenja povlaštenih informacija, ta se zabrana bolje može opisati kao iznimka od zabrane.

³⁷ Direktiva se, naprotiv, ne bavi detaljno obvezama posrednika-profesionalaca.

³⁸ Pingel, *op. cit.*, 14.

Prema tome, zabrana *insider tradinga* za primarne *insidere* odnosi se na zabranu davanja savjeta (*recommending or procuring*) trećim osobama prilikom kupnje ili prodaje vrijednosnih papira ako bi se to savjetovanje temeljilo na povlaštenim informacijama. Mora se raditi o vrijednosnim papirima koji su uvršteni na tržište vrijednosnih papira države članice.³⁹ Sekundarni *insideri* nisu podvrgnuti istim zabranama, iako je prijedlog Direktive sadržavao drugi pristup. Ipak čl. 6. Direktive posebno predviđa mogućnost da se te iste zabrane primijene i na sekundarne *insidere*. Naglašavalo se da bi ta odredba mogla dovesti do razlika u nacionalnim pravima država članica.⁴⁰

5.2. Njemačko pravo

U njemačkom pravu razlikuje se nekoliko vrsta zabrana, od kojih se neke odnose na primarne, a neke na sekundarne *insidere*. Sve te zabrane sadržane su u par. 14. WpHG.

5.2.1. Zabrana stjecanja (Erwerbsgeschäften) ili otuđenja (Veräußerungsgeschäften) vrijednosnih papira uz korištenje povlaštenih informacija (par. 14/1/1. WpHG)

Iako se ta zabrana odnosi u pravilu na kupnju i prodaju vrijednosnih papira, nisu isključeni niti drugi oblici stjecanja ili otuđenja. Tako se poslovi s vrijednosnim papirima mirovinskih fondova ili posudbe vrijednosnih papira također podvode pod kupnju i prodaju, iako se sklapaju na određeno vrijeme. Međutim, ako je zbog saznanja za povlaštenu informaciju došlo do opoziva naloga za prodaju, takva radnja ne ulazi u proskribirane radnje.

Korist koja se ostvaruje temeljem povlaštene informacije može biti i za treću osobu, a ta se korist može sastojati i u izbjegavanju gubitka, a ne samo u ostvarenju dobitka. Korist koja se pribavlja za treću osobu ne ekskulpira *insidera*. Naime, i takvo ponašanje jest povreda važnog načela tržišta vrijednosnih papira koje polazi od toga da se svim ulagateljima pruži jednaka šansa (*Chancengleichkeit*). Naprotiv, kod transakcija iz ruke u ruku (*face to face*) kod kojih obje ugovorne strane znaju za povlaštenu informaciju ne dolazi do iskorištavanja prednosti, pa su one izvan polja primjene ove zabrane.⁴¹

³⁹ Čl. 1. par. 2. Direktive zahtijeva da tržište vrijednosnih papira bude uređeno i pod nadzorom tijela ovlaštenih od državnih organa, treba se regularno odvijati i mora biti izravno ili neizravno dostupno javnosti.

⁴⁰ Pingel, *op. cit.*, 16.

⁴¹ Tako Hopt, *op. cit.*, 2850. Suprotno: Assmann, *op. cit.*, 522 i 525.

Kada je u konkretnoj transakciji došlo do iskorištavanja prednosti, procjenjuje se prema utjecaju povlaštene informacije na cijenu vrijednosnog papira na dan sklapanja pravnog posla. Pritom nije odlučno je li *insider* polučio dobit na razlici cijene, već je li postupao s namjerom da iskoristi povlaštenu informaciju. To znači da je zabranjena aktivnost ostvarena i kada je *insider* pretrpio štetu. Prema stajalištu njemačke doktrine, riječ je o klasičnom primjeru delikta ugrožavanja (*Gefährdungsdelikt*).⁴² Postizanje imovinske koristi nije u opisu kaznenog djela.

5.2.2. Zabrana neovlaštenog iznošenja ili neovlaštenog omogućavanja pristupa povlaštenim informacijama (par. 14/1/2. WpHG)

Zabrana se odnosi na primarne *insidere*. Zabrana je preciznija od one u Direktivi jer obuhvaća i formu propuštanja. Neovlašteno omogućavanje pristupa postoji kada se, primjerice, trećoj osobi saopći zaporka za pristup bazi podataka ili sigurnosni ključevi.⁴³

Neovlašteno odavanje povlaštenih informacija postoji ne samo onda kada se ta informacija čini dostupnom trećoj osobi već i onda kada za nju sazna djelatnik izdavatelja, a ta mu informacija nije potrebna za obavljanje njegovih radnih zadaća. Visoki sigurnosni zahtjevi glede povlaštenih informacija stavljaju izdavatelja vrijednosnih papira u delikatan položaj: s jedne strane, izdavatelj mora poduzeti sve mjere u organizacijskoj strukturi društva da bi zaštitio tajnost informacija, dok s druge strane tu istu informaciju mora što prije objaviti kako bi ona postala poznata javnosti (*ad-hoc-Publizität*) jer se na taj način onemogućava trgovina povlaštenim informacijama. Stoga nije uputno davati te informacije gospodarskim novinarima odnosno financijskim analitičarima ili ih priopćavati na skupštini dioničkog društva, ako one nisu prethodno objavljene.⁴⁴

Njemački zakonodavac poboljšao je tekst Direktive unijevši koncept "neovlaštenog" iznošenja. Taj je koncept najbolje odrediti negativno, iako za razgraničenje ovlaštenog od neovlaštenog treba posegnuti za bogatom kazuistikom. Ovlaštenim se, primjerice, smatra iznošenje povlaštenih informacija banci u svrhu pribavljanja kredita. Suprotno bi rješenje onemogućilo članovima uprave ili nadzornog odbora, revizorima, bankarima, *rating agencies*, odvjetnicima da obavljaju svoj posao.⁴⁵

5.2.3. Zabrana davanja savjeta prilikom kupnje ili prodaje vrijednosnih papira (par. 14/1/3. WpHG)

Za tu zabranu nije bitno je li primarni *insider* u podređenom položaju u odnosu prema trećoj osobi ili djeluje s njom u dosluhu. Dovoljno je, primjerice,

⁴² Hopt, *op. cit.*, 2850.

⁴³ Hopt, *op. cit.*, 2850.

⁴⁴ Hopt, *op. cit.*, 2851.

⁴⁵ Hopt, *op. cit.*, 2851.

da neka banka koja je primarni *insider* daje odgovarajuće savjete svojim klijentima o kupnji ili prodaji nekog vrijednosnog papira temeljem poznavanja povlaštene informacije. Nije odlučujuće plaća li se taj savjet ili *insider* djeluje iz altruističkih pobuda (primjerice u korist nekog dobrotvornog fonda).

5.2.4. Zabrana insider tradinga putem treće osobe (par. 14/2. WpHG)

U ovoj se zabrani vidi razlog striktnom definiranju primarnog i sekundarnog *insidera*. Osim te zabrane za sekundarnog *insidera* vrijedi još samo zabrana iz par. 14/1/1. WpHG. Sekundarni *insider* ne podliježe zabrani savjetovanja ili iznošenja.

5.3. Hrvatsko pravo

Prva značajna razlika koja se uočava u domaćem pravu jest izjednačavanje zabranjenih aktivnosti za primarne i za sekundarne *insidere*. To znači da je u hrvatskom pravu zauzet restriktivniji stav prema sekundarnim *insiderima*, koju opciju predviđa Direktiva za države članice. Kao što se vidi iz opisanih rješenja, u njemačkom pravu sekundarni *insideri* podvrgnuti su blažim zabranama. Kako u nas ne postoje bitne razlike između primarnih i sekundarnih *insidera* glede zabranjenih aktivnosti, čini se da je njihovo razlikovanje opravdano samo radi presumiranog znanja povlaštenih informacija koje zakonodavac uvodi za prvu grupu primarnih *insidera* (članove uprave, nadzornog odbora i drugih odgovarajućih tijela). Ostali *insideri*, bili oni primarni ili sekundarni, podliježu istim zabranama. Iznimka su opet primarni *insideri* za koje postoji mogućnost ekskulpacije od jedne zabrane.

Vrste zabrane iste su kao i u Direktivi:

- a) **zabrana kupnje ili prodaje** (izravno ili neizravno) vrijednosnih papira koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske ili vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje (čl. 64. st. 1. t. 1. ZVP);
- b) **zabrana odavanja povlaštenih informacija trećim osobama** (čl. 64. st. 1. t. 2. ZVP);
- c) **zabrana korištenja prednosti** koje pruža uvid u povlaštene informacije prilikom **davanja savjeta trećim osobama o kupnji ili prodaji**, izravno ili neizravno, vrijednosnih papira koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske ili vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje (čl. 64. st. 1. t. 3. ZVP).

a) Zabrana kupnje i prodaje. Razlike prema Direktivi i njemačkom pravu ipak postoje. Naš zakonodavac govori samo o kupnji i prodaji, dok njemački zakonodavac govori i o ostalim mogućnostima stjecanja i otuđenja, pa na taj način širi potencijalnu pravnu osnovu tih transakcija (depozit i sl.). Nadalje, dok se prema

Direktivi u prvom planu nalaze burzovne transakcije, a pod određenim uvjetima u polje primjene ulaze i izvanburzovne transakcije, naš zakonodavac govori o "prometu vrijednosnih papira na teritoriju Republike Hrvatske", čime širi polje primjene na sve transakcije na tržištu vrijednosnih papira, bilo da se radi o transakcijama na burzi, paralelnom tržištu ili o transakcijama iz ruke u ruku. Naprotiv, iz teksta i smisla Direktive proizlazi da se mora raditi o transakciji koja se u pravilu odvija preko posrednika te da je oblik takvog trgovanja reguliran pravilima (radi ostvarenja jednakosti položaja svih ulagatelja na tržištu).

Izraz iz čl. 64. st. 1. t. 1. ZVP "koristiti prednosti prilikom kupnje ili prodaje, *izravno ili neizravno...*" treba tumačiti na način da se radi o izravnom ili neizravnom korištenju prednosti za *insidera* ili treću osobu, a ne o izravnoj ili neizravnoj prodaji. S druge strane, izraz "korištenje prednosti" ne treba poistovjetiti s ostvarenjem dobiti.

O teritorijalnom i ekstrateritorijalnom polju primjene zakona glede transakcija s vrijednosnim papirima već je bilo govora.

U čl. 63. st. 4. ZVP posebno je formulirana zabrana kojom se društvima za poslovanje s vrijednosnim papirima koja znaju za povlaštene informacije zabranjuje kupnja ili prodaja za vlastiti račun.

b) Zabrana odavanja (iznošenja) povlaštenih informacija trećim osobama.

U odnosu prema njemačkom pravu koje zabranjuje odavanje informacije i djelatnicima izdavatelja, naše pravo tu zabranu upućuje samo trećim osobama. Djelatnici društva za poslovanje vrijednosnim papirima pod posebnom su zakonskom zabranom sadržanom u čl. 63. st. 3. ZVP. Oni ne smiju odavati materijalne činjenice u svezi s vrijednosnim papirima ili njihovim izdavateljima za koje saznaju pri obavljanju poslova. Već je prije rečeno da bi te osobe pale pod udar iste zabrane već temeljem toga što su primarni *insideri*, pa je ta odredba nomotehnički višak.

Važna iznimka od tog pravila postoji u čl. 64. st. 2. ZVP. Osobe koje raspoložu povlaštenim informacijama (primarni *insideri*) mogu te informacije iznositi samo ako su za to ovlaštene u okviru obavljanja svojih poslova ili dužnosti. Ta se ekskulpacija jednako odnosi na sve primarne *insidere*, a ne samo na prvu grupu. Kao i prema njemačkom pravu, za takvo iznošenje mora postojati ovlaštenje. Naš se zakonodavac ne upušta u razlikovanje neovlaštenog davanja informacija od omogućavanja neovlaštenog pristupa informacijama. Kako se dioničari u nas ne smatraju primarnim *insiderima*, za njih ne postoji mogućnost ekskulpacije od te zabrane.

c) Zabrana davanja savjeta trećim osobama prilikom kupnje i prodaje vrijednosnih papira. O teritorijalnim i ekstrateritorijalnim kriterijima primjene Zakona na pojedine transakcije vrijedi isto ono što je propisano za zabranu kupnje i prodaje. Posebno je naglašena odgovornost društava za poslovanje vrijednosnim papirima, kojima je davanje savjeta jedna od uobičajenih djelatnosti. Društva ne smiju davati investicijske savjete o vrijednosnim papirima na koje se odnose povlaštene informacije (čl. 63. st. 4. ZVP).

6. Nadzor nad *insider tradingom*

6.1. *Europsko pravo*

6.1.1. Nadzorno tijelo i preventivne mjere

Direktiva u čl. 8. ne određuje tijelo u čijoj je nadležnosti provedba propisa o zabrani trgovanja povlaštenim informacijama, već to prepušta državama članicama. Tom upravnom tijelu moraju biti dana sva ovlaštenja nadzora i istražna načela koja su potrebna za obavljanje funkcija. Posebno se to odnosi na mogućnost utvrđenja pravog identiteta klijenata koji se obraćaju financijskim posrednicima.

Osim zabrana, Direktiva propisuje preventivne mjere kao oblik rješavanja problema *insider tradinga*. Zahtijeva se stalno i pravodobno objavljivanje informacija.⁴⁶ Izdavatelji vrijednosnih papira moraju izvještavati javnost o svim većim promjenama koje bi mogle imati utjecaj na cijenu vrijednosnih papira uvrštenih u službenu kotaciju burze. Ovlašteno tijelo može izdavatelja vrijednosnih papira osloboditi obveze objave informacija ako bi takva objava ugrozila njegove legitimne interese.

6.1.2. Sankcije

Direktiva ne navodi vrste sankcija koje će se primijeniti u slučaju kršenja propisanih zabrana. Propisivanje sankcija ostaje u nadležnosti država članica (čl. 13). Direktiva jedino predviđa da sankcije trebaju biti *dostatne (to promote compliance)*, a vrste i rasponi ostaju diskrecijsko pravo država članica. To rješenje ne začuduje jer su postojala znatna razmimoilaženja u pitanju koje su sankcije prikladne i treba li u prikladne sankcije uvrstiti i sankcije kaznenopravne naravi. Kako kaznenopravne kompetencije izlaze iz zakonodavne nadležnosti EU, svaki pokušaj da se impostira harmoniziran i određen skup sankcija bio bi neuspješan. Države članice slobodne su dakle primijeniti građanskopravne sankcije pod uvjetom da udovoljavaju mjerama iz Direktive (*compliance*).

6.2. *Njemačko pravo*

6.2.1. Preventivne mjere (*ad-hoc-Publizität*)

U njemačkom pravu preventivne mjere jednim se izrazom označavaju kao *ad-hoc-Publizität*. Preventivne mjere ne preklapaju se u potpunosti s obilježjima

⁴⁶ Uvjet koji je propisan odredbom C(5)(a) Aneksa Direktive 79/279/EEC koja ujednačava uvjete za uvršenje vrijednosnih papira na burzu vrijednosnih papira.

Insiderrechten. Tvrdi se da je krug činjenica koje podliježu dužnosti objave uži od onih koje se tretiraju kao povjerljive informacije. Primjerice, informacije koje treba objaviti odnose se samo na izdavatelja vrijednosnih papira (dok toj obvezi ne podliježu informacije vezane za vrijednosne papire). Informacija koja se objavljuje mora također biti precizna, odnosno ne smije se raditi o glasinama. Traži se vjerojatnost (bitnog) utjecaja informacije na cijenu vrijednosnog papira (*erheblichen Kursbeeinflussung*). Postoji mogućnost oslobođenja od dužnosti objave informacija. Za to je nadležna Komisija za nadzor trgovine vrijednosnih papira. Propust izdavatelja da objavi informacije ne dovodi do odgovornosti za štetu.⁴⁷

Posebno je problematično pitanje od kojeg trenutka postoji dužnost objave kada je za donošenje odluke u društvu predviđeno suodlučivanje više organa (*kaskadenförmig / mehrstufigen Entscheidungsprozess*). Riječ je o situacijama poput one kada odluku donosi uprava, ali uz suglasnost nadzornog odbora. Postavlja se pitanje treba li odluku uprave koja već prileži objaviti i prije nego što nadzorni odbor da svoju suglasnost. Mišljenja u literaturi su podijeljena. Dio autora smatra kako je potrebno da proces donošenja odluke bude u potpunosti okončan.⁴⁸ Drugi autori tvrde da taj trenutak nastupa i prije, dok je odluka (uprave) još pendentna, ali tu tezu brane različitim argumentima. Jedna autorica polazi od prava svakog dioničara da bude obaviješten (o takvoj "visećoj" odluci na skupštini društva). To je pravo u izravnoj vezi s ostvarivanjem prava glasa (na skupštini) i njegova je narav prisilna. Osim što na to imaju pravo kao dioničari, oni na to imaju pravo kao ulagatelji, jer je sustav pravne regulacije tržišta vrijednosnih papira usmjeren na zaštitu ulagatelja.⁴⁹ Ista autorica podupire ovo shvaćanje okolnošću da se primarni *insideri* izuzimaju od zakonske zabrane iznošenja informacija ako su za to ovlašteni u okviru obavljanja svojih poslova ili dužnosti.⁵⁰

Prema drugom stajalištu polazi se od toga da odluka uprave koju treba donijeti uz suglasnost nadzornog odbora postaje pravno obvezujuća tek s posljednjim aktom (davanjem suglasnosti). Tvrtka ima interes da zadrži povlaštenost informacije do toga trenutka, dok s druge strane postoji interes tržišta vrijednosnih papira da što prije sazna za cjenovno osjetljivu informaciju, i ta su dva interesa u sukobu. Ako se pođe od shvaćanja da odluka postaje pravno obvezujuća (konačna) tek od trenutka otkada je sadržajno ireverzibilna (*rechtlich unumkehrbar / bestandskräftig*), postavlja se pitanje kada taj trenutak nastupa - jer tada ta odluka ostvaruje učinak na financijsko i imovinsko stanje izdavatelja vrijednosnog papira i prema par. 15/1. WpHG podliježe dužnosti objave. Pitanje postizanja konačnosti

⁴⁷ Hopt, *op. cit.*, 2851.

⁴⁸ To mišljenje zastupa Hopt, *op. cit.*, 2852, par. 49.

⁴⁹ J. Benner-Heinacher, *Kollision der Auskunftspflicht des Vorstands mit Insidergesetz*, DB 1995, 766.

⁵⁰ *Loc. cit.*

odluke potrebno je, predlažu autori, gledati u krugu tvrtke. To znači da radnje koje je eventualno potrebno poduzeti da bi odluka postala valjana a izlaze iz kruga tvrtke (dužnost upisa te odluke u neki registar) ne treba uzeti u obzir. Dužnost objave tereti tvrtku najkasnije u trenutku u kojem odluka napušta tvrtku, posebno ako se ta ista odluka može pobijati nekim proturadnjama. Razlog je u tome što u toj pendentnoj fazi odluka biva naročito podložna opasnosti od *insider tradinga* jer je u krugu tvrtke vrlo teško sačuvati povlaštenost te informacije. Cilj je zakona objaviti povlaštenu informaciju što je prije moguće, upravo kako bi se izbjegla mogućnost trgovanja povlaštenim informacijama. Stoga i ti autori smatraju da odluku uprave treba objaviti prije nego što je nadzorni odbor dao svoju suglasnost, iako ona još nije pravno obvezujuća. Autori međutim predlažu da se takva odluka tretira kao činjenica (*Tatsache*) te da organ koji je odluku donio (u ovom slučaju uprava društva) treba po uzoru na američko pravo pri donošenju odluke hoće li takvu (nepotvrđenu) odluku objaviti primijeniti tzv. *Probability Magnitude Formula* (*Wahrscheinlichkeitprognose*), odnosno procijeniti koji si izgledi da ta odluka postane konačna (što uprava može procijeniti na temelju prijašnje prakse u radu nadzornog odbora).

Druga je mogućnost zahtijevati (vremenski ograničeno) oslobođenje od dužnosti objave. To je pitanje u nadležnosti BAW (*Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel*). Podnošenjem takvog zahtjeva inicira se postupak u kojem će se na najbolji način uskladiti suprotstavljeni interesi izdatelja vrijednosnog papira i interesi tržišta, a odgovorne osobe na taj će način od sebe otkloniti eventualnu kaznenopravnu odgovornost. Isti autori radi postizanja veće pravne sigurnosti predlažu propisivanje čvrstih rokova kojih za sada u zakonu nema.⁵¹

6.2.2. Sankcije i njihova provedba

U njemačkom pravu razlikuju se kaznenopravne od građanskopravnih sankcija. Kazneno djelo trgovanja povlaštenim informacijama propisano je u par. 38. WpHG. Tko stekne ili otudi vrijednosni papir protivno zabranama koje su propisane u par. 14. WpHG, ili iznosi odnosno omogućava pristup povlaštenim informacijama, ili daje savjete u kupnji i prodaji vrijednosnih papira temeljem povlaštenih informacija, kaznit će se kaznom zatvora do pet godina ili novčanom kaznom.

Praktično je značajan sadržaj drugog stavka ove odredbe u kojem su zabrane sadržane u stranom pravu izjednačene s domaćim propisom. To praktično znači da će Nijemac trguje li povlaštenim informacijama na burzi u Londonu odnosno Parizu, pa time prekrši zabrane engleskog ili francuskog prava, biti kaznenopravno odgovoran prema njemačkom pravu.⁵²

⁵¹ Kiem/Kotthoff, *Ad hoc - Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen*, DB, 1995, 1999.

⁵² Hopt, *op. cit.*, 2856.

Visina novčane kazne određena je u rasponu od 5 do 360 dana odnosno 2-10.000 DEM, ovisno o gospodarskom i osobnom položaju okrivljenika. Propisani rasponi kazni za primarne i sekundarne *insidere* su identični, iako se prilikom odmjeravanja kazne te razlike uzimaju u obzir. Prema općim pravilima kaznenog prava kažnjivi su suučesnici i pomagači.⁵³

U pogledu građanskopravnih sankcija, najvažnije je pitanje odgovornosti za štetu. Tu se posebno postavlja pitanje predstavlja li kršenje zabrane *insider tradinga* onu zaštitnu zakonsku normu (*Schutzgesetz*) koja prema par. 823. st. 2. BGB dovodi do odgovornosti za štetu. To je pitanje vrlo sporno.⁵⁴ U svakom pojedinačnom slučaju trebalo bi dokazati da je ulagatelj (subjekt zaštite) stekao izravno od *insidera* te da je pretrpio štetu. Prevladava shvaćanje da se subjekt zaštite danas bolje štiti primjenom općih uvjeta poslovanja koji postoje za vrijednosne papire.⁵⁵



6.3. Hrvatsko pravo

6.3.1. Nadzorno tijelo i preventivne mjere

Komisija za vrijednosne papire je tijelo koje provodi nadzor trgovine vrijednosnih papira (čl. 12. ZVP). Prema izričitom zakonskom ovlaštenju Komisija za vrijednosne papire može izdavati propise o sprečavanju zlorabre povlaštenih informacija.

Preventivne mjere protiv trgovine povlaštenim informacijama sastoje se u obvezi pravovremene i kontinuirane objave povlaštenih informacija. Na taj način povlaštena informacija gubi svojstvo tajnosti. Dužnost prijave odnosi se na informacije (okolnosti ili odluke) koje predstavljaju materijalne činjenice, a koje su "cjenovno osjetljive" (čl. 65. st. 1. ZVP).⁵⁶ Obvezi prijave podložan je izdavatelj vrijednosnog papira. Pod određenim okolnostima komisija može izdavatelja takve dužnosti osloboditi, ali je to oslobođenje ograničeno rokom od tri mjeseca.

Članovi uprave ili nadzornih odbora odnosno drugih odgovarajućih tijela dužni su prijaviti transakcije kojima izravno ili neizravno stječu ili otpuštaju vrijednosne papire izdavatelja (i društva koje izdavatelj kontrolira), i to u roku od sedam dana od obavljene transakcije. Transakcija se mora prijaviti izdavatelju, burzi i Komisiji.

⁵³ Assmann, *op. cit.*, 522.

⁵⁴ Assmann, *op. cit.*, 524-5. Usporedi Assmann/Schutze, *op. cit.*, 513, Weber, *op. cit.*, 164.

⁵⁵ Hopt, *op. cit.*, 2857.

⁵⁶ Na *web-siteu* Zagrebačke burze mogu se naći informacije koje se smatraju cjenovno osjetljivima i podliježu dužnosti objave. To su godišnja i polugodišnja izvješća, promjene u glavnim poslovnim djelatnostima, podaci o održavanju skupštine društva s prijedlozima odluka, promjene članova uprave i nadzornog odbora, glavne promjene u vlasničkoj strukturi društva, nove emisije vrijednosnih papira, spajanje ili pripajanje (s) drugim društvima, trgovanje vlastitim dionicama, transakcije dionicama članova uprave i nadzornog odbora.

6.3.2. Gradanskopravne sankcije

Komisija može pokrenuti gradanskopravni spor radi naknade štete od izdavatelja, društva za poslovanje s vrijednosnim papirima, investicijskog fonda, pokrovitelja izdanja te drugih pravnih subjekata ili fizičkih osoba za koje smatra da su svojim postupcima protupravno oštetile vlasnike vrijednosnih papira (čl. 12. st. 2. ZVP). Komisija u takvom sporu ima status oštećenika, pa ako uspije u sporu, naknada štete bit će isplaćena svim oštećenim vlasnicima vrijednosnog papira istog roda zbog kojega je pokrenut spor.

6.3.3. Prekršajne sankcije

ZVP razlikuje prekršaje pravnih od prekršaja fizičkih osoba.

U prekršaje **pravnih osoba** uvršteno je prekršajno djelo **društva za poslovanje vrijednosnim papirima** koje se koristi povlaštenim informacijama ili ih odaje (čl. 99. st. 1. t. 23. ZVP). Ta društva, kao što je već navedeno, spadaju u grupu primarnih *insidera* koje je zakonodavac posebno izdvojio, iako pod udar zabrane odavanja i korištenja potpadaju svi *insideri* (u hrvatskom pravu i primarni i sekundarni).

Propust **izdavatelja** da objavi materijalne činjenice koje predstavljaju povlaštene informacije također je prekršajno djelo prema čl. 99. st. 1. t. 2. 24. ZVP.

S obzirom na to da se radi o pravnoj osobi, za prekršaj se kažnjava pravna osoba kaznom najviše do 400.000 kuna, ali je odgovoran i član uprave ili nadzornog odbora koji je, prema odredbama ovog zakona ili statuta društva, faktično odgovorna osoba u društvu, novčanom kaznom maksimalno do 8.000 kuna, odnosno maksimalno do 40.000 kuna ako je učinjena teža povreda propisa radi stjecanja protupravne imovinske koristi (čl. 99. st. 3. ZVP).

U prekršaje **fizičkih osoba** spada kršenje zakonskih zabrana propisanih u čl. 64. ZVP (trgovanje, savjetovanje, odavanje povlaštenih informacija). Novčana kazna za prekršaj fizičkih osoba maksimirana je iznosom do 400.000 kuna.

6.3.4. Kaznene sankcije

Kaznenopravne sankcije za korištenje povlaštenih informacija propisane su u čl. 101. ZVP koji nosi naslov: *Korištenje povlaštenih informacija, manipuliranje cijenama i širenje neistinitih informacija*.

Za korištenje povlaštenih informacija bitna je povreda zakonskih zabrana iz čl. 63. i 64. ZVP. To znači da propuštanje dužnosti objave povlaštenih informacija od izdavatelja vrijednosnog papira ili objave transakcija od članova uprave nadzornog odbora i drugih odgovarajućih organa ne može biti osnova kaznenopravne odgovornosti, već samo prekršajne. Naprotiv, povrede koje čini društvo za po-

slovanje s vrijednosnim papirima mogu biti osnova i prekršajne i kaznenopravne odgovornosti.

Za kazneno djelo zapriječena je novčana kazna (do 400.000 kn) i alternativno kazna zatvora do jedne godine. Propisani rasponi odgovaraju onima u njemačkom pravu.

U našem pravu kažnjava se i pokušaj kaznenog djela (čl. 100. st. 2. ZVP). Dode li zbog počinjenog djela do prisvajanja imovinske koristi ili materijalne štete većih razmjera, kazna zatvora može biti i do dvije godine (čl. 100. st. 3. ZVP).

7. Zaključak

Hrvatsko zakonodavstvo o *insider tradingu* usklađeno je s europskim pravom. Na mjestima gdje Europska direktiva prepušta zakonodavnu inicijativu državama članicama može se utvrditi da je hrvatsko pravo usklađeno sa standardima prihvaćenima u nacionalnim zakonodavstvima država članica Europske zajednice, pri čemu se usporedba temelji s njemačkim pravom.

Razlike koje postoje između navedenih pravnih izvora mogu se podijeliti na one kod kojih je riječ o većim ili manjim tekstualnim odstupanjima i na one koje nisu toliko tekstualno usporedljive, ali proizlaze iz smisla tih izvora, odnosno propisa koji u širem smislu uređuju pravo vrijednosnih papira. U ove potonje ulaze razni aspekti polja primjene, koji su u europskom pravu ostali na razini sugeriranih rješenja, a tek u nacionalnim zakonodavstvima poprimaju svoju definitivnu fizionomiju. Druge razlike proizlaze iz okolnosti da je domaće tržište vrijednosnih papira u razvoju te da se na njemu u punom opsegu ne primjenjuju sve transakcije s vrijednosnim papirima koje su na inozemnim burzama uobičajene. Dok, primjerice, Direktiva nabraja vrijednosne papire koji to svojstvo imaju samo u širem smislu riječi (derivati i opcije), ZVP uređuje promet vrijednosnih papira čiji su bitni sastojci propisani zakonom (bilo da su u materijaliziranoj ili dematerijaliziranoj formi). Stoga je otvoreno pitanje primjenjuju li se zabrane koje se tiču trgovanja povlaštenim informacijama u hrvatskom pravu i na derivate i opcije (iako bi to bilo logično). Temeljem uvida u jedan slučaj što ga je Komisija za vrijednosne papire objavila na svome *home page*⁵⁷, zaštita trgovine vrijednosnim papirima proteže se i na opcije (koje nisu uvršene u legalnu definiciju vrijednosnog papira). Njemačko zakonodavstvo uvrštava derivate vrijednosnih papira u legalnu definiciju vrijednosnog papira, što je svakako u interesu pravne sigurnosti.

⁵⁷ Radilo se o predmetu *Wall Street Management*. To društvo za poslovanje vrijednosnim papirima distribuiralo je letke i poruke telefaksom kojima poziva na ulaganje novca kupnjom opcija na naftu (izdanih u inozemstvu), nudi svoje posredovanje najavljujući velik profit, a ne navodeći rizik niti bitne karakteristike predloženog ulaganja uključujući način ostvarenja eventualne dobiti. Lažno se predstavljalo kao inozemna "brokerska kuća", navodilo neistinite podatke u dopisima klijentima i Komisiji u svezi s ispunjenjem naloga. Detaljnije vidi www.crosec.tel.hr.

Sljedeća naznaka u vezi s poljem primjene tiče se teritorijalnog aspekta. Zabrane koje vrijede glede trgovanja povlaštenim informacijama primjenjuju se, s jedne strane, na sve transakcije s vrijednosnim papirima koji su u prometu na teritoriju Republike Hrvatske (teritorijalno polje primjene), ali u pogledu vrijednosnih papira što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj zakonske, zabrane primjenjuju, s druge strane, bez obzira na to gdje se njima trguje (ekstrateritorijalno polje primjene). Na taj je način hrvatski zakonodavac odredio polje svoga zakonodavnog interesa. Međutim, sa stajališta međunarodnog privatnog prava postavlja se pitanje što ako pravo zemlje u kojoj se trguje vrijednosnim papirom predviđa mjerodavnost *lex loci actus*. Pored toga, izraz "sve transakcije s vrijednosnim papirima koji su u prometu..." uvrštava hrvatsko pravo u krug zakonodavstva koji primjenu zabrane trgovanja povlaštenim informacijama ne ograničavaju samo na tržište koje se odvija putem posrednika, kakva je prema čl. 2(3) bila intencija Direktive, već na cjelokupan promet vrijednosnih papira.

Povlaštene informacije uživaju zaštitu ako nisu poznate javnosti. U uspo- rednom pravu polemizira se o tome kada postoji taj element javnosti. Treba strogo lučiti pojam povlaštenosti od pojma povjerljivosti ili tajnosti informacije. U primjeni ZVP morat će se usvojiti neki standardi pri tumačenju pojma koje su informacije poznate, a koje nepoznate javnosti, jer se taj element može promatrati u užem i širem kontekstu. Korisno je stoga da domaći primjenjivači zakona budu upoznati sa stajalištima koja su se ispoljila na nekom od inozemnih tržišta vrijednosnih papira. Iz njemačke literature dade se razabrati da adresat objave ne mora biti široka ulagačka publika, već neodređen broj sudionika na tržištu vrijednosnih pa- pira, što ne znači da ta informacija mora biti dostupna svakome od njih. Dostaje objava u glasilu burze (može i u elektroničkim medijima), dok te kriterije naprotiv ne zadovoljava objava informacije na skupštini društva (izdavatelja).

Glede koncepta "povlaštene informacije" koja je glavni predmet zaštite isto- imenih propisa postoji jedna manje značajna razlika između hrvatskog prava s jedne strane i europskog i njemačkog prava s druge strane. Dok Direktiva i nje- mačko pravo zahtijevaju da povlaštena informacija mora biti takva da postoji vjerojatnost bitnijeg utjecaja na cijenu, u hrvatskom pravu izostaje zahtjev "bitnosti" utjecaja, što s jedne strane omogućava interpretaciju da je svaka vjerojatnost utjecaja na cijenu relevantna. Na relativno neizgrađenom tržištu vrijednosnih papira, poput domaćeg, nedovoljno upućeni primjenjivači zakona mogu i nerelevantne otklone u cijenama vrijednosnih papira smatrati bitnima. Međutim, suštinsko se pitanje ne sastoji u propisivanju ili nepropisivanju bitnosti utjecaja, već u mogućnosti realne prosudbe cjenovne osjetljivosti povlaštene informacije vodeći računa o vrsti vrijednosnog papira, o njegovu uobičajenu volalitetu i sl. Za to pitanje ni njemački zakonodavac nije dao određeni recept, a doktrina je suglasna da to i nije moguće, jer su kod nekih vrijednosnih papira relevantni već otkloni od 1,5%, dok kod drugih tek promjene od 5-10%. U nedostatku zakonskih smjernica neki njemački autori upućuju na autonomno pravo burze odnosno na opće uvjete poslovanja. Posrednici su ponekad dužni staviti odgovarajuće oznake u svoje ponude, koje

upućuju na to da može doći do manjih ili većih oscilacija u cijeni. Situacije u kojima to čine mogu se opisati kao situacije u kojima se može govoriti o bitnosti utjecaja povlaštene informacije na cijenu.

Vrlo korisno rješenje ZVP sastoji se u propisivanju presumiranog znanja povlaštenih informacija prve grupe primarnih *insidera*. Propisi Direktive sugeriraju takav pristup, ali on nije tekstualno artikuliran. To pitanje nije izričito riješeno ni u njemačkom pravu, što otvara akademske rasprave o kriterijima koje je potrebno zadovoljiti da bi se znanje upravljačkih struktura kod izdavatelja vrijednosnog papira moglo presumirati. U tim se raspravama neki autori opredjeljuju za kriterij mogućnosti saznanja za informaciju (zbog obnašanja funkcije), dok je zakonu bliža interpretacija mogućnosti izravnog pristupa/raspolaganja informacijama. Ipak presumpciju domaćeg prava ne treba tumačiti kao apsolutnu, već samo kao relativnu - protudokaz bi bio moguć.

Sljedeća razlika tiče se kategorizacije osoba koje se smatraju *insiderima*. Uobičajeno se razlikuju tzv. primarni i sekundarni *insideri*. Primarni *insideri* smatraju se osobama koje raspolazu povlaštenim informacijama, dok su sekundarni oni koji su za njih saznali od primarnih. Opisano razlikovanje nalazimo i u domaćem pravu. Ipak u samoj strukturi postoje neke razlike. I europsko i njemačko pravo u primarne *insidere* ubrajaju dioničare, dok je u hrvatskom pravu njihovo ubrajanje izostalo. To bi se rješenje moglo izložiti kritici, jer se radi o izopćenju čitave podgrupe primarnih *insidera* koju i Direktiva i njemačko pravo izričito imenuju. Čini se da je do otklona došlo zbog problema koji se pojavljuju oko utvrđivanja pitanja imaju li svi ili samo neki dioničari pristup do povlaštenih informacija - manjinski dioničari rijetko imaju pristup informacijama koje dovode do bitnijeg porasta ili pada cijene dionica na tržištu. Taj je monopol uglavnom rezerviran za većinske dioničare ili za one koji, primjerice, imaju privilegirano pravo upisa novih dionica. Međutim, to rješenje treba gledati povezano s drugim zakonskim rješenjima hrvatskog prava, što kritiku čini izlišnom.

Ratio razlikovanja primarnih i sekundarnih *insidera* prema Direktivi (a tako je i prema njemačkom pravu) sastoji se u tome da oni ne podliježu istim zabranama. Sekundarni *insideri* podliježu samo zabrani kupnje i prodaje (trgovanja) vrijednosnim papirima temeljem povlaštenih informacija, dok je primarnim *insiderima* još zabranjeno odavanje povlaštenih informacija odnosno savjetovanje trećih osoba prilikom kupnje ili prodaje vrijednosnih papira. Međutim, u hrvatskom pravu primarni i sekundarni *insideri* potpuno su izjednačeni u pogledu zabrana, stoga razlika između njih i nije tako oštra. Takvu mogućnost izjednačavanja položaja primarnih i sekundarnih *insidera* Direktiva i predviđa kao opciju pojedinih nacionalnih zakonodavaca. Stoga se takvo rješenje ne kosi s europskim pravom. Međutim, s time u vezi postavlja se pitanje ima li uopće smisla praviti razliku između primarnih i sekundarnih *insidera* u hrvatskom pravu. Čini se da razlog njihova razlikovanja ipak postoji barem kada je u pitanju tzv. prva grupa primarnih *insidera* koja označava upravljačke organe izdavatelja vrijednosnog papira. Prema zakonskoj formulaciji njihovo se znanje povlaštenih informacija presumira. Opravdanje

razlikovanja za ostale pripadnike tzv. primarnih *insidera* od sekundarnih postoji u mogućnosti ekskulpacije glede zabrane iznošenja informacija - ako su te osobe ovlaštene iznositi (povlaštene informacije) u okviru obavljanja svojih poslova ili dužnosti. Ta se ekskulpacija jednako odnosi na sve primarne *insidere*, a ne samo na prvu grupu. Kako se dioničari, s obzirom na to da nisu svrstani u primarne *insidere*, smatraju sekundarnima, oni se ne mogu ekskulpirati od te zabrane (iako se ne može baš zamisliti koje bi poslove ili dužnosti oni obavljali kao dioničari - u okviru kojih bi bili ovlaštene iznositi povlaštene informacije).

Pri samom definiranju zabranjenih radnji njemački su propisi bolje redigirani, odnosno bolje razrađeni. Te redakcijske razlike ne utječu bitno na poimanje zabranjene radnje. Njemački propis, primjerice, ne govori samo o zabrani kupnje i prodaje, već o zabrani stjecanja ili otuđenja, što samo po sebi uključuje i druge pravne osnove osim kupnje i prodaje, pa se na taj način širi polje zaštite povlaštenih informacija. Stranke bi naime biranjem neke druge pravne forme transakcije mogle zaobići zakonsku zabranu. Naročito uspješna redakcija njemačkog propisa je ona o zabrani neovlaštenog iznošenja ili neovlaštenog pristupa povlaštenim informacijama. Naš zakonodavac govori samo o zabrani odavanja povlaštenih informacija. Tu se gubi iz vida činjenica da je i omogućavanje pristupa povlaštenim informacijama po svojim rezultatima jednako odavanju. Njemački propis nadalje ne sankcionira samo odavanje trećim osobama (kao što to čini naš zakonodavac), već to može biti odavanje i djelatnicima društva. Smatrat će se da je došlo do neovlaštenog odavanja povlaštene informacije ako odnosnom djelatniku ta informacija nije potrebna za obavljanje njegovih zadataka. U tome se u odnosu prema djelatnicima društva sastoji tumačenje neovlaštenosti odavanja. To ne znači da je prema trećima svako odavanje neovlašteno, to se ocjenjuje iz okolnosti slučaja. Ako izdavatelj vrijednosnog papira traži kredit od banke (treća osoba), morat će otkriti neke povlaštene informacije, koje će banka uzeti pri procjeni klijentovog kreditnog rejtinga. Razrađenost njemačkog propisa daje konkretnije obličje njegove primjene.

Nadzor nad *insider tradingom* ima svoju preventivu i kurativu. U tom segmentu može se uspješno pratiti usklađenost hrvatskog prava s propisima njemačkog prava, jer propisi Direktive u ovom dijelu ostaju na razini skica. Direktiva jedino propisuje da nadzor nad *insider tradingom* treba biti u nadležnosti (upravnog) organa, ali ne propisuje sankcije. Od preventivnih mjera propisuje pravodobnu objavu informacija kao glavni oblik borbe protiv *insider tradinga*.

Hrvatsko pravo ima vrlo razrađen sustav sankcija za trgovinu povlaštenim informacijama. Dok je pitanje građanskopravne odgovornosti za štetu uslijed povrede propisa o zabrani trgovanja povlaštenim informacijama u njemačkom pravu zakonski neriješeno, a doktrina to smatra upitnim, naš zakonodavac građanskopravni oblik pravne zaštite uređuje u čl. 12. st. 2. ZVP, pod pretpostavkom da je došlo do protupravnog oštećenja vlasnika vrijednosnih papira, pri čemu je u parnici za naknadu štete aktivno legitimirana i Komisija za vrijednosne papire (u

svojevremeno oštećenika). Uspoređeni s njemačkim propisima kazneni propisi ZVP iskazuju znakovito veće raspone sankcija kada je u pitanju novčana kazna (njemačko: 10.000 DEM - hrvatsko: 400.000 kn), ali je gornja granica kazne lišenja slobode gotovo istovjetna (njemačko: 5 do 360 dana - hrvatsko: do godine dana).

Summary

Edita Čulinović - Herc: ***Insider Trading - the European Directive and Its Implementation Into the German and Croatian Legislation***

The regulations on a prohibition of trade with the classified informations in transactions of commercial papers (*insider trading*) which exist in the European law are compared in the article to the regulations of the two national legislations: the German and the Croatian. The point of departure is a difference in understanding the classified information as a central object of protection, and following this the categories of persons onto which the prohibitions relate. The kinds of the prohibited acts at a purchase and a sale of commercial papers are examined in relation to a prohibition of the insiders trading. Then the regulations on enforcement of the prescribed prohibitions are compared: the way of implementation of the system of preventive control which was provided by the Directive and embodied into the authority of the Commission for Commercial Papers as well as the system of sanctions: administrative, criminal and financial.

Key words: insider trading, classified information, commercial papers