

Zloupotrebe na tržištu vrijednosnih papira - nova europska smjernica i Zakon o tržištu vrijednosnih papira

Čulinović-Herc, Edita

Source / Izvornik: **Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 2004, 25, 749 - 781**

Journal article, Published version

Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:118:628874>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-01-05**

PRAVNI

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

ZLOUPORABE NA TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA - NOVA EUROPSKA SMJERNICA I ZAKON O TRŽIŠTU VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Dr. sc. Edita Čulinović-Herc, docentica
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 336.76(4-67EU):343.531

Ur.: 15. ožujka 2004.

Pr.: 7. svibnja 2004.

Izvorni znanstveni članak

U članku autorica uspoređuje rješenja nove europske Smjernice o zlouporabama na tržištu kapitala s odredbama hrvatskog Zakona o tržištu vrijednosnih papira. Ispituje se Smjernicom prošireno polje primjene, jer se ona sada primjenjuje na "uređeno tržište", zabranjene transakcije se sada ne odnose na vrijednosne papire, već i na "financijske instrumente". Obraduje se na koji način Smjernica regulira dužnost izdavatelja vrijednosnih papira da pravovremeno objavljuje povlaštene informacije, te se naglašava važna novost: mogućnost samoinicijativne odgode objave informacija. Ukazuje se na okolnost da su neki pojmovi regulirani tzv. smjernicama druge razine, što je posljedica usvajanja nove zakonodavne tehnike u domeni donošenja propisa kojima se uređuje europsko tržište kapitala. Kada su u pitanju tržišne manipulacije, Smjernica je manje uspjela u svojoj harmonizacijskoj nakani. Ukazuje se na to da je definicija usvojena Smjernicom složena i nepregledna te manje uspješna od definicije koja je bila sadržana u Prijedlogu Smjernice jer je ova bila jednostavnija, a sadržavala je i dužu primjeričnu listu ponašanja koja se imaju smatrati tržišnim manipulacijama. Ta je primjerična lista osobito edukativna za regulatorna tijela na tržištu kapitala, kao i za sudove, u zemljama koje nemaju razvijeno tržište kapitala. Uspoređuju se Smjernica i Zakon o tržištu vrijednosnih papira te se zapaža da postoji nepodudarnost u definiranju subjekata koji se smatraju insiderima, s obzirom da hrvatsko pravo dioničare ne smatra (primarnim) insiderima, a u tekstu Smjernice njima su pridodani i počinitelji kaznenih djela. Ukazuje se na to da novo uvedena ovlast izdavatelja vrijednosnih papira da samoinicijativno odgodi objavu povlaštenih informacija, prema hrvatskom pravu nije ostvariva, s obzirom da dozvolu odgode objave za sada daje Komisija za vrijednosne papire na zahtjev izdavatelja. Osim ovog usklađivanja, ukazuje se na nužne redakcijske zahvate pri definiranju tržišnih manipulacija, s obzirom da je njihovo koncipiranje opsegom šire u Smjernici. Iako je domaće tržište vrijednosnih papira još uvijek nerazvijeno, iz Komisijinog izvješća za

2003. godinu vidljivo je da su podnijete četiri kaznene prijave zbog tržišne manipulacije i širenja neistinitih informacija. Stoga postoji stvarna potreba za praćenjem novog zakonodavstva EU.

Ključne riječi: zloupotrebe tržišta vrijednosnih papira, širenje neistinitih informacija, trgovanje povlaštenim informacijama (insider trading), europsko pravo, Zakon o tržištu vrijednosnih papira.

1. Uvod

Insider dealing (trgovina povlaštenim informacijama) i *market manipulation* (manipuliranje tržištem) dva su pojavna oblika zloupotreba na tržištu vrijednosnih papira (*market abuse*).¹ Donedavno je samo jedan od tih pojava oblika bio donekle harmoniziran u europskom pravu i to Smjernicom o koordinaciji propisa o insider dealingu koja je donesena još 1989. godine (u daljnjem tekstu Smjernica iz 1989.).² Nakon donošenja neke su države članice tijekom njezine implementacije po prvi puta regulirale ovu materiju, dok su druge prilagodile već postojeće zakonodavstvo.³ Tom smjernicom stvorene su polazne osnove za borbu protiv insider tradinga na europskom tržištu vrijednosnih papira,⁴ ali ne i za druge oblike tržišnih manipulacija. Nivo harmonizacije postignut Smjernicom iz 1989., bio je relativan već zbog činjenice što je smjernica omogućila korištenje raznih opcija u njezinoj implementaciji. Prema nekim autorima, smjernica nije uspjela u svojoj harmonizacijskoj nakani.⁵ S druge strane, Smjernica o uslugama pri ulaganju u vrijednosne papire iz 1993. godine (*Investment Services Directive*), koja se smatra «ustavom» integriranog europskog tržišta vrijednosnih papira, uspostavila je novi pojmovni aparat kojeg su replicirale sve nakon nje donesene

¹ Tako u preambuli nove Smjernice o zloupotrebi tržišta vrijednosnih papira, pod točkom (12). Vidi, *Directive 2003/6 EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)* OJ L 096, 12.04.2003, str. 0016-0025.

² *Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing*, OJ L 334, 18.11.1989, str. 30-32.

³ U drugu grupu spada Njemačka, dok je u prvj grupi primjerice Velika Britanija. Vidi pobliže komparativne naznake s tim u vezi, FAIRBARN, D.S. *Insider-Dealing Regulation in the United Kingdom and Germany: Comparing Regulatory Policy on the Implementation of Key Aspects of the EC Insider Dealing Directive*, *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 3 Issue 4 2001, str. 535-559.

⁴ Detaljnije o Direktivi vidi: PINGEL, I. *The EC Directive of 1989*, u: GAILLARD, E. (ed.) *Insider Trading: The laws of Europe, the United States and Japan*, Boston 1992, str. 5-21.

⁵ Tako HANSEN, J.L. *The New Proposal for a European Union Directive on Market Abuse*, *U. Pa. J. Int'l Econ.L.* 241-268.

smjernice⁶. Time je pojmovni aparat Smjernice iz 1989. vrlo brzo postao «*outdated*».

Kako je ocijenjeno da se u novom okruženju integriranog tržišta kapitala Smjernica iz 1989. ne može na odgovarajući način nositi s novim pojavnim oblicima zlouporaba na tržištu, Prijedlog nove smjernice izrađen je još 2001.,⁷ a početkom 2003. ta je smjernica usvojena (u daljnjem tekstu: Smjernica iz 2003.)⁸ Po uzoru na sve zakonodavne akte novijeg datuma i kod donošenja ove smjernice primijenjena je tzv. stepenasta zakonodavna tehnika.⁹ To znači da smjernica regulira samo temeljna načela (tzv. *Level 1* ili *framework principles*), a detaljniji propisi sadržani su u provedbenim smjernicama (*Level 2*). To su Smjernica o *fair* prezentaciji preporuka o ulaganju i iznošenju sukoba interesa¹⁰, Smjernica o definiciji i objavi povlaštenih informacija te definiciji tržišne manipulacije¹¹ te Smjernica o izuzimanju *buy-back* programa i stabilizaciji financijskih instrumenata.¹²

Iako se *insider trading* kolokvijalno prevodi kao trgovanje povlaštenim informacijama, ono se odnosi na svako korištenje prednosti pri trgovanju vrijednosnim papirima stečeno poznavanjem cjenovno osjetljivih (povlaštenih) informacija koje se tiču izdavatelja vrijednosnih papira ili samog vrijednosnog papira. Osim kupnje i prodaje temeljem poznavanja povlaštenih informacija, proskribirano je i savjetovanje prilikom kupnje (ili prodaje) temeljem istih, odnosno njihovo odavanje. U središtu pozornosti je dakle informacija i vrijednost

⁶ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, OJ L 141, 11/06/1993 p.0027-0046. Vidi, primjerice, pojmove u čl. 1. t. 13. - regulated markets, i čl. 1. t. 4. transferable securities

⁷ Prijedlog smjernice izrađen je navodno pod utjecajem britanskog *Financial Services and Markets Act-a* iz 2000. Tako HANSEN, op.cit., str. 243.

⁸ Directive 2003/6 EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 096, 12.04.2003, str. 0016-0025.

⁹ Poblize o novoj tehnici donošenja propisa u EU kada je u pitanju jedinstveno tržište vrijednosnih papira, vidi: ANDERSSON, J. *The Regulatory Technique of EU Securities Law - A Few Remarks*, str. 313-322. Također: MOLONEY, N. *New Frontiers in EC Capital Markets Law: From Market Construction to Market Regulation*, 40 CMLR 2003, str. 809-843.

¹⁰ Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the fair presentation of investment recommendations and disclosure of conflicts of interest, OJ L 336, 23/12/2003, str. 33-38.

¹¹ Commission Directive 2003/125/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, OJ L 339, 24/12/2003, str. 70-72.;

¹² Commission Regulation (EC) no 2273/2003 of the 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemption for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments, OJ L 336, 23/12/2003, str. 33-38.

koju ona ima dok nije dostupna svima. Svako tržište, bez obzira na predmet kojim se na njemu trguje, nastoji ukloniti asimetričnu informiranost svojih sudionika.¹³ Ili drugim riječima, svako dobro uređeno tržište vrijednosnih papira mora omogućiti istodobni pristup i sadržajnu jednakost informacije svim ulagateljima - kako bi izjednačio njihovu startnu poziciju u tržišnoj utakmici (*to put investors on equal footing*). Radi se o zaštiti individualnog ulagatelja, ali i zaštiti tržišta vrijednosnih papira u cjelini.¹⁴ Ima shvaćanja da je ipak naglasak na zaštiti interesa institucionalnih ulagatelja pod krinkom interesa neprofesionalaca, tj. individualnih ulagatelja.¹⁵ Asimetrična informiranost ulagatelja nastoji se ukloniti na nekoliko načina¹⁶: propisivanjem podataka koje izdavatelji vrijednosnih papira moraju obvezatno objavljivati (*mandatory disclosure*), kreiranjem zakonske zabrane korištenja prednosti uslijedi poznavanja cjenovno osjetljivih informacija koje nisu dostupne javnosti (*insider dealing prohibition*) i zabrane manipuliranja tržištem vrijednosnih papira širenjem neistinitih informacija ili nekim drugim radnjama (*market manipulation*).

Širenje neistinitih informacija podrazumijeva da postoji jasna granica između istinite i neistinite informacije. Iako se polazi od toga da je istinita tekuća tržišna cijena (vrijednosnog papira), s obzirom da se do nje dolazi primjenom određenih metoda procjene, nije pogrešno ako netko tekuću tržišnu cijenu smatra neistinitom, jer upravo neprekidno suprotstavljavanje različitih stavova o stvarnoj vrijednosti financijskog instrumenta i kreira njegovu tržišnu cijenu i uzrokuje njezina kolebanja. Međutim, to što (tržišna) cijena vrijednosnog papira nije apsolutno istinita ne znači da nije moguće širenje neistinitih informacija. To se događa onda kada jedna osoba prenosi drugoj osobi informaciju koja je različita od njezine vlastite percepcije istinite informacije. Tako prema jednom autoru «*misinformation can only be discerned if the subjective opinion of the communicator is taken into consideration*». Zbog toga se u najnovije vrijeme preispituje nije li administrativno sankcioniranje pogodniji oblik borbe protiv tržišnih manipulacija od kaznenopravnog, koji uvijek implicira dokazivanje namjere (*mens rea*), što je kod ovih kaznenih djela vrlo teško dokazati (*securities fraud* u pravu SAD-a, a u pravu Velike Britanije *conspiracy* i posebno kazneno djelo *insider dealing*)¹⁷. Za uvođenje administrativnih sankcija odlučio se

¹³ HANSEN, J.L. *The New Proposal for a European Union Directive on Market Abuse*, U. Pa. J. Int'l Econ.L. (2002) str. 247.

¹⁴ HOPT, K. *Insider-Probleme*, u: SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI, *Bankrechtshandbuch*, München 1997, str. 2843.

¹⁵ Tako HANSEN, *op.cit.* str. 251.

¹⁶ To se prema nekima čini u javnom interesu, pa je zadatak regulatora da ukloni tzv. "market failures", od kojih su prijevara, monopolizacija i asimetrična informiranost najeklatantniji primjerci. Vidi поближе AVGOULEAS, E. *Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse*, International and Comparative Corporate Law Journal, Vol. 2, Issue 1, 2000, str. 93.

¹⁷ Za američko pravo pregled razvoja američke sudske prakse vidi umjesto svih: NNONA, G.C. *International Insider Trading: Reassessing the Propriety and Feasibility of the US*

britanski zakonodavac, kada je 2000. godine donesen *Financial Services and Markets Act*. Kod administrativnog sankcioniranja naglasak je na poduzimanju protupravnog akta koji se sankcionira novčanom kaznom (dok je odnos počinitelja prema djelu irelevantan). Nova Smjernica iz 2003. također predviđa administrativne sankcije. Ipak, kako je prema Europskoj konvenciji o ljudskim pravima iz 1950. g. u čl. 6 (1) zagaranirano pravo na pošteno suđenje od strane nezavisnog i nepristranog tribunala, tijelo nadležno za rješavanje tih prekršaja mora zadovoljiti kriterij nezavisnosti i nepristranosti.

Zadatak je ovog rada utvrditi u kom se pravcu Smjernicom iz 2003. izmijenilo uređenje insider dealinga u odnosu na Smjernicu iz 1989. godine te na koji način su Smjernicom iz 2003. po prvi puta harmonizirane ostale tržišne manipulacije. Kako su zabrana zlouporabe povlaštenih informacija, kao i druge zabrane propisane u našem pravu Zakonom o tržištu vrijednosnih papira (u daljem tekstu: ZTVP)¹⁸, ispituje se u kojoj mjeri je taj zakonski tekst usklađen s odredbama nove smjernice. U ZTVP-u povlaštene informacije regulirane su u prvom odjeljku Glave IV. u čl.103. - 107., a ostale zabrane i ograničenja kao što su širenje lažnih informacija, provizijom motivirana trgovina i manipuliranje cijenama, čine preostale odjeljke te iste glave. Uređenje ovih zabrana izmijenjeno je u odnosu na zakon koji je ranije bio na snazi - Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnih papira.¹⁹ S obzirom da su i u hrvatskom i u europskom zakonodavstvu nastupili novi razvojni momenti, potrebno je usporediti sadržaje unesenih izmjena kako bi se ocijenio stupanj usklađenosti hrvatskog prava s europskim pravom i dala konačna ocjena o potrebnim izmjenama. Pri tome je u europskom pravu, osim Smjernice iz 2003., potrebno uzeti u obzir i prije navedene smjernice drugog nivoa. Strukturalno, u radu će se najprije izložiti rješenja europskog i hrvatskog prava o insider tradingu, a zatim o tržišnim manipulacijama. U posljednjem dijelu rada izložit će se sankcije predviđene za sve pojavne oblike zabranjenih ponašanja na tržištu kapitala.

Regulatory Approach, N.C. Journal of International law & Commercial regulation, Vol. 27, Winter 2001, posebno od str. 189 i dalje, a za pravo Velike Britanije vidi sažeto ALCOCK, A. *Market Abuse*, The Company Lawyer, Vol. 23, str. 142., usporedno o pravu SAD-a i Velike Britanije RIDER, B. *The Control of Insider Trading - Smoke and Mirrors!*, 19 Dickinson Journal of International Law, Fall 2000, str. 1-45.

¹⁸ NN, br. 84/2002

¹⁹ Prikaz usklađenosti rješenja sadržanih u ranije važećem Zakonu o izdavanju i prometu vrijednosnih papira i smjernice iz 1989. vidi u radu ČULINOVIĆ-HERC, E. *Insider trading - europska direktiva i njezina implementacija u njemačko i hrvatsko zakonodavstvo*, Zbornik PFZ, 50 (3) 309-334 (2000)

2. Pojam povlaštene informacije

2.1. Europsko pravo

Smjernica iz 1989. definirala je u čl. 1. t. 1. povlaštenu informaciju kao informaciju koja je dovoljno određena (*«precise nature»*) i nije objavljena (*«not made public»*)²⁰ te koja se odnosi na jednog ili više izdavatelja²¹ vrijednosnih papira ili na jedan ili više vrijednosnih papira (*«transferable securities»*), a koja bi da je objavljena, vjerojatno bitno utjecala (*«would be likely to have significant effect»*) na cijenu odnosno vrijednosnog papira. Uporišna točka ove definicije bili su (prenosivi) vrijednosni papiri tada definirani na način da obuhvaćaju ne samo dionice i obveznice (čl. 1. t. 2.a) već i ugovore ili prava na upis, kupnju ili prodaju obveznica ili dionica (čl. 1. t. 2.b), ali i opcije, *futures* te *financial futures* obveznica i dionica (čl. 1. t. 2.c) te indeksne ugovore (čl. 1. t. 2.d).

U odnosu na Smjernicu iz 1989., Smjernica iz 2003. **širi pojam povlaštene informacije** u odnosu na objekt. Nisu relevantne samo informacije koje se odnose na (prenosive) vrijednosne papire već na financijske instrumente općenito. Što je financijski instrument, definirano je u čl. 1. t. 3. iste smjernice. U financijske instrumente dakako ulaze i vrijednosni papiri (*transferable securities*), ali više nije mjerodavna njihova definicija iz Smjernice iz 1989., već ona iz ranije spomenute *Investment Services Directive*.²² Za razliku od Smjernice iz 1989.,

²⁰ U nekim nacionalnim pravima raspravljalo se o tome kada informacija postaje "public". Jasno razgraničenje javnosti dostupnih informacija i onih koje to nisu bilo je zbog rada financijskih analitičara. Pravo Velike Britanije bilo je u implementaciji Smjernice iz 1989. najpreciznije. Ono je označilo 4 situacije kada se informacija bezuvjetno smatra dostupnom javnosti, narednih 5 situacija u kojoj se može smatrati dostupnom javnosti. Vidi kod FAIRBAIRN, D.S. *Insider-Dealing Regulation in the United Kingdom and Germany: Comparing Regulatory Policy on the Implementation of Key Aspects of the EC Insider Dealing Directive*, International and Comparative Corporate Law Journal, Vol. 3 Issue 4, 2001, str. 548-9. U njemačkom pravu najviše se polemiziralo o tome da li je objava usmjerena na dio javnosti dovoljna (*Bereichöffentlichkeit*). To je situacija kada se informacija ne objavljuje širokoj ulagačkoj publici (*breite(n) Anlegerpublikum*) nego samo sudionicima 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. Poblježe, ASSMANN, H. D. *Das neue deutsche Insiderrecht*, ZGR (3) 1994, str. 511.

²¹ Katkad se jedna te ista informacija može odnositi na više izdavatelja. Primjerice informacija o njihovu spajanju ili pripajanju. Međutim, informacija o poslovnim probicima jednog izdavatelja može ujedno biti i informacijom koja će se odnositi i na drugog izdavatelja. Primjerice, izdavatelj A izumi novi (proizvodni) postupak koji može pogubno utjecati na poslovni uspjeh konkurentskog izdavatelja B. Vidi WHITE, M. *The Implications for securities regulation of new insider dealing provisions in the Criminal Justice Act 1993*. The Company Lawyer vol. 16, br. 6/1995, str. 165. i SMITH, H. *Price Sensitive Information and dealing in securities - An Update for Listed Companies* (1993).

²² Ta smjernica definira vrijednosne papire na sljedeći način:

Čl.1 (4) Transferable securities shall mean:

osim vrijednosnih papira u polje primjene Smjernice iz 2003. ulaze i udjeli u investicijskom fondu (koji su prije bili izuzeti), instrumenti tržišta novca (*money market instruments*), ugovori o *financial futures* (*financial futures agreements*) ili ekvivalentni gotovinski poslovi, *forward interest-rate agreements*, valutni, kamatni ili *equity swap* poslovi, opcije za kupnju ili prodaju svih prethodno navedenih instrumenata, uključujući i takve poslove s gotovim novcem. U posljednju kategoriju ulaze posebno valutne opcije te opcije na kamatne stope, derivati koji se odnose na robu, te bilo koji instrumenti uvršteni na regulirano tržište zemlje članice (*regulated market*) ili za koji je podnijet zahtjev za uvrštenje.

Osim što nova smjernica pretendira obuhvatiti sve pojavne oblike financijskih instrumenata, kako u domeni zaštite ne bi bili samo klasični vrijednosni papiri, ona polje svoje primjene širi i na tzv. *primary market*.²³ Radi se dakle o vrijednosnim papirima koji se nude javnom ponudom ulagateljima (IPO).

Definicija povlaštene informacije u odnosu na financijske instrumente i njihove izdavatelje nije pretrpjela velike izmjene u odnosu na Smjernicu iz 1989., osim što je uneseno da se informacija može *izravno* ili *neizravno* odnositi na izdavatelja financijskog instrumenta ili na same financijske instrumente, ali je posebno definirano što se smatra povlaštenom informacijom kada su predmet trgovanja **robni derivati**, a ne derivati vrijednosnih papira. Ako je riječ o robnim derivatima, povlaštena informacija mora se izravno ili neizravno odnositi na te derivate, a bitno je i to da korisnici tržišta na kojima se trguje tim derivatima očekuju da će informaciju dobiti na tim tržištima temeljem prakse prihvaćene na tim tržištima.

Posebno je definirano što se smatra povlaštenom informacijom kada su u pitanju osobe koje trebaju izvršiti **nalog** koji se odnosi na određeni financijski instrument. Za te osobe povlaštenom informacijom smatra se i informacija koju mu je priopćio klijent i koja se odnosi na klijentove naloge koji još nisu realizirani. Naravno, povlaštena informacija mora zadovoljavati i druge kriterije opće definicije (preciznost, nedostupnost javnosti, vjerojatnost bitnog utjecaja na cijenu, predmet na koji se odnosi itd.).

Određeni elementi definicije povlaštene informacije dobili su svoju dopunu u tzv. **smjernici drugog nivoa (interpretativna smjernica)**.²⁴ Poblježe je definirana preciznost informacije te vjerojatnost bitnog utjecaja na cijenu (čl. 1.). Precizna

-
- (a) shares in companies and other securities equivalent to shares in companies;
 - (b) bonds or other forms of securitized debt;
 - (c) any other securities normally dealt in giving the right to acquire any such transferable securities by subscription or exchange or giving rise to a cash settlement excluding instrument of payment;

²³ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), COM (2001) 281 final, 30.05.2001, str. 6.*

²⁴ Kao u bilj. br. 11.

informacija je ona koja se odnosi na skup činjenica koje postoje ili za koje se može razumno pretpostaviti da će nastati, ili se odnosi na događaj koji se dogodio ili za koji se razumno može pretpostaviti da će se dogoditi, a da pritom taj događaj ili skup činjenica mora biti određen u mjeri koja će omogućiti izvođenje zaključka o učinku takvog skupa činjenica ili događaja na cijenu financijskih instrumenata ili njihovih derivata (čl. 1. st. 1. Smjernice 2003/124/EZ). Cjenovna osjetljivost definira se kao svojstvo informacije koju će razumni ulagatelj²⁵ vjerojatno uzeti u obzir pri donošenju svoje odluke o ulaganju u taj financijski instrument (čl. 1. st. 1. Smjernice 2003/124/EZ).

2.2. Hrvatsko pravo

Definicija povlaštene informacije sadržana je u čl. 103. ZTVP-a. Povlaštenim informacijama smatraju se sve činjenice koje nisu poznate javnosti, a odnose se na jednog ili više izdavatelja vrijednosnih papira ili na vrijednosne papire, i koje bi da su poznate javnosti, mogle utjecati na cijenu vrijednosnih papira. Povlaštene informacije štite se od nastanka činjenice do njihove objave. U odnosu na ZIPVP ispuštena je «vjerojatnost» utjecaja povlaštene informacije na cijenu.²⁶ Kako je u Smjernici zadržan taj izraz («*would be likely to have a significant effect*»), propis hrvatskog prava nije precizan jer izjednačava vjerojatnost i mogućnost.

Da bi se neka okolnost ili odluka smatrala povlaštenom informacijom, mora se raditi o materijalnoj činjenici koja može utjecati na cijenu vrijednosnog papira (čl. 106. st. 2. ZTVP).²⁷ Pri tome valja skrenuti pozornost da pojam informacije i materijalne činjenice nije istovjetan, jer je kod informacije riječ o saznanju o činjenicama.²⁸ U smjernici EZ-a drugog nivoa precizirano je da se povlaštena informacija mora odnositi na skup činjenica ili događaje koje postoje ili koje će vjerojatno nastati (čl. 1. st. 1. Smjernice 2003/124/EZ). Iz toga proizlazi da se izvan zaštite nalaze informacije o vrijednosnim sudovima.²⁹ Vrijednosne sudove

²⁵ Slično je u američkom pravu vidi STEINBERG, M.I. *Insider Trading, Selective Disclosure and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis*, U.Pa. J. Int'l Econ. L. 2001, str. 652.

²⁶ Prije u čl. 62. ZIPVP

²⁷ Njemačko pravo i Smjernica iz 1989. g. zahtijevaju da se radi o informaciji koja može «bitno» utjecati na cijenu vrijednosnog papira. Nova smjernica o insider tradingu i zlouporabi na tržištu kapitala iz 2003., također to replicira («*significant effect*» - čl. 1. st. 1.) Vidi: *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, O.J. L 096, 12/04/2003 str. 0016-0025. Koja informacija ima bitan utjecaj na cijenu dionica, utvrđuje se in concreto. Kako se kod dionica radi o visoko rizičnim vrijednosnim papirima, ima shvaćanja da bi otkloni u cijeni između 5-10% bili relevantni, pri čemu bi veći otkloni (+/- 10%) bili relevantni za dionice koje glase na niži nominalni iznos, dok bi kod dionica s višim nominalnim iznosom bili relevantni i niži otkloni (+/- 5%). Vidi ČULINOVIĆ-HERC, E. *Insider trading...*, str. 314. i tamo citiranu njemačku literaturu.

²⁸ BARBIĆ, J. *Pravo društava, knjiga druga: Društva kapitala*, Zagreb 2000, str. 256.

²⁹ Vidi kritiku tog rješenja, *loc.cit.*

moгу primjerice izricati financijski analitičari temeljem činjenica koje su dostupne javnosti i opravdano je da prerada takvih činjenica bude izuzeta iz predmeta zaštite.³⁰ Međutim, ako bi se vrijednosni sudovi temeljili na javnosti nedostupnim materijalnim činjenicama (primjerice, priopćenja financijskih analitičara koja se temelje na podacima do koji se došlo putem intervjua s članovima uprave izdavatelja).

Naše pravo ne zahtijeva da utjecaj informacije na cijenu bude bitan, što nije u skladu s europskim pravom. Bez obzira na to ne bi mogao biti relevantan svaki otklon u cijeni, tim više što se kod dionica radi o visokorizičnim vrijednosnim papirima. Barbić³¹ upućuje na primjenu standarda razumnosti trgovačkog prava kako bi se iz primjene isključili bagatelni slučajevi. Kod povlaštenih informacija od pomoći bi mogao biti indeks rasta i pada cijene određene dionice na burzi ili uređenom javnom tržištu.

Problematično je razgraničenje povlaštene od povjerljive informacije³² koja je zaštićena poslovnom tajnom (čija objava bi itekako mogla utjecati na cijenu vrijednosnog papira). S obzirom na mogućnost da određena informacija utječe na cijenu vrijednosnog papira, postavlja se pitanje kakav tretman imaju okolnosti koje se smatraju poslovnom tajnom, s obzirom da su članovi uprave prema čl. 252. st. 1. ZTD-a dužni čuvati poslovnu tajnu i s obzirom da je odavanje poslovne tajne kažnjivo djelo prema čl. 629. st. 1. ZTD-a, pri čemu su mogući počinitelji upravo one osobe koje su označene kao primarni insidéri (članovi uprave i nadzornog odbora).³³

Najvažnija neusklađenost i dalje ostaje u pojmu vrijednosnog papira, kojeg hrvatski zakonodavac uređuje primjeričnom listom. Kao što je već rečeno, nova smjernica širi polje primjene i na derivate vrijednosnih papira, na instrumente tržišta novca, pa čak i na derivate koji imaju za predmet robu, dok se ZTVP primjenjuje samo na «dionice, obveznice, trezorske zapise, blagajničke zapise, komercijalne zapise, certifikate o depozitu i druge vrijednosne papire izdane u seriji» jer je to pojam vrijednosnog papira kojeg poznaje ZTVP (čl. 2. st. 1. ZTVP). ZTVP uređuje svoje polje primjene *ratione personae* propisavši da se štite povlaštene informacije koje se odnose na vrijednosne papire u prometu na teritoriju Republike Hrvatske ili na vrijednosne papire što su ih izdali izdavatelji registrirani u Republici Hrvatskoj, bez obzira na to gdje se njima trguje (arg. iz čl. 105. st. 6. t. 1. ZTVP).

Povlaštene informacije štite se od trenutka nastanka cjenovno osjetljive okolnosti do trenutka objavljivanja. Naime u tom periodu postoji opasnost da

³⁰ U njemačkom pravu, prema čl.13 (2) WpHG takve informacije se *ex lege* ne smatraju povlaštenima.

³¹ BARBIĆ, *op.cit.*, str. 256.

³² O odnosu povlaštenih i povjerljivih informacija u kontekstu mogućnosti odgode objave vidi u dijelu rada pod 3.13.

³³ Njemački autori smatraju da pojam povlaštenosti ne implicira da se radi o povjerljivoj (tajnoj) informaciji. Opširnije ASSMANN, H. D. *Das neue deutsche...*, str. 510.

će osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama³⁴ trgovati njima (*insider trading*), odnosno da će koristiti prednosti njihova poznavanja (za sebe ili druge). Zbog toga se često naglašava potreba da se povlaštene informacije što brže objave, kako bi se što je moguće više skratilo period u kojem su one podložne «trgovanju». Kako se informacije koje treba objaviti često odnose na odluke koje donose organi izdavatelja, postavlja se pitanje kada takvu odluku izdavatelja treba objaviti ako pri njezinom donošenju suodlučuje više organa u društvu (primjerice uprava uz suglasnost nadzornog odbora). U njemačkoj doktrini podijeljeni su stavovi o tome da li obveza objavljivanja nastaje posljednjim aktom koji je potreban za njezino valjano donošenje, ili ta obveza postoji već u fazi pendencije. Prevladava shvaćanje da je to onaj trenutak u kojem odluka postaje pravno ireverzibilna unutar društva, odnosno konačna. Međutim, radnje koje bi eventualno bilo potrebno poduzeti, a koje izlaze iz kruga tvrtke (kao što je primjerice upis te odluke u registar), nisu odlučujuće za nastanak ove obveze objavljivanja, jer je u toj fazi - kada «odluka napušta tvrtku» vrlo teško eliminirati opasnost od *insider trading*a. Iz kuta gledišta našeg prava u ovom bi slučaju bilo učinkovito zahtijevati (privremeno) oslobođenje od dužnosti objave od Komisije, jer se na taj način najbolje mire suprotstavljeni interesi izdavatelja vrijednosnog papira i interesi ulagatelja na tržištu kapitala.

3. Osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama i zabranjene radnje

3.1. Europsko pravo prema Smjernici iz 2003. godine

3.1.1. Insideri

Prema Smjernici iz 1989. razlikovali su se primarni od sekundarnih insidera, pri čemu su unutar primarnih bile tri potkategorije. Sada je ta razlika gotovo izbrisana, jer su radnje koje su zabranjene primarnim insiderima jednako zabranjene i za sekundarne.

U tzv. primarne insidere, tj. «nositelje» povlaštenih informacija, prema novom uređenju, ulaze osobe:

- a) koje raspolažu povlaštenim informacijama s obzirom na to da imaju svojstvo člana uprave ili nadzornog odbora pri izdavatelju financijskog instrumenta (čl. 2. st. 1.a);
- b) koje raspolažu povlaštenim informacijama s obzirom na svojstvo imatelja udjela u kapitalu izdavatelja;³⁵

³⁴ Prema čl. 103. ZTVP-a povlaštenim informacijama smatraju se sve činjenice koje nisu poznate javnosti, a odnose se na jednog ili više izdavatelja vrijednosnih papira ili na vrijednosne papire, koje bi, da su poznate javnosti, mogle utjecati na cijenu vrijednosnih papira.

³⁵ Niti ova smjernica kao ni ona koja joj je prethodila nije riješila pitanje koliko velik treba biti udio u temeljnom kapitalu da bi se neka osoba smatrala insiderom. U vrijeme primjene

- c) koje raspoložu povlaštenim informacijama s obzirom da do njih imaju pristup zbog radnih zadaća koje obavljaju,³⁶ odnosno profesije³⁷ ili dužnosti koju obnašaju;
- d) počinitelji kaznenih djela.

Kod pretposljednje kategorije insidera problematičan je položaj financijskih analitičara i gospodarskih novinara, jer je moguće da financijski analitičar dođe do određenih spoznaja isključivo preradom informacija koje su poznate javnosti. Tada bi njihov rad trebao biti zaštićen. Drukčije je ako je financijski analitičar do istih informacija došao temeljem *interviewa* s osobama koje ulaze u prvu grupu primarnih *insidera*. Zbog toga je njemačko pravo informacije nastale preradom poznatih činjenica izuzelo od pojma povlaštenih informacija.³⁸

Primarni insider može biti i **pravna osoba** (odvjetničko društvo, revizorska tvrtka).³⁹ 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 (čl. 2. st. 2. Smjernice).

Dok su prema Smjernici iz 1989. sekundarnim insiderom smatrane osobe koje su svjesne (*full knowledge*) povlaštenosti informacije raspolagale tom informacijom, a da su za nju izravno ili neizravno doznale od primarnog *insidera*,⁴⁰ sada izvor saznanja nije uopće bitan, a zabrane kojima podliježu primarni insiderei jednako se primjenjuju na sekundarne (čl. 4. Smjernice iz

Smjernice iz 1989. izraženo je shvaćanje da se primarnim insiderima ne bi mogli smatrati dioničari koji imaju manje od 10% udjela u temeljnom kapitalu. Vidi HOPT, K. *The European Insider Dealing Directive* (1990) CMLR, str. 62.

³⁶ 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. Njemačko pravo je Smjernicu iz 1989. implementiralo zahtijevajući da navedeni djelatnik po redovnom tijeku stvari bude u doticaju s povlaštenim informacijama (*bestimmungsgemäss*), pa ga slučajno ili usputno saznanje povlaštene informacije ne čini odgovornim prema § 13 /1/ 3 WpHG, što je naišlo na kritiku u njemačkoj doktrini. Vidi primjerice EICHELE, *Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider* (1997) WM, na str. 502.

³⁷ Od profesija koje su obuhvaćene ovom grupom osobito se spominju računovođe, revizori, bankari, odvjetnici i novinari. To je ujedno i najraznovrsnija kategorija primarnih *insidera*.

³⁸ Tako u § 13 / 2 WpHG. U njemačkom pravu zakonodavac je prvi puta dizajnirao pojam *insidera* prilikom implementacije Smjernice iz 1989. jer dotad u njemačkom pravu nije bilo propisa o *insiderima*. Sasvim drugi problem imao je britanski zakonodavac koji je morao tom prigodom redizajnirati concept koji je već bio prihvaćen u *Companies Securities (Insider Dealing) Act 1985* a zasnivao se na konceptu "*breach of fiduciary relationship*". Usporedne naznake vidi kod FAIRBAIRN, D.S. *op.cit.*, str. 536.

³⁹ Pravo Velike Britanije, za razliku od Smjernice iz 1989., zabrane iz smjernice primjenjivalo je samo na fizičke osobe s obzirom da su zabrane bile uređene *Criminal Justice Actom* 1993. godine. Sada više ne postoji mogućnost izostavljanja pravnih osoba.

⁴⁰ Taj zahtjev prema ranijoj smjernici još je više sužavao okvire odgovornosti za sekundarne insiderei. Zahtijevalo ga je pravo Velike Britanije, ali ne i njemačko pravo. Vidi FAIRBAIRN, *op.cit.*, str. 543.

2003.). To pod uvjetom da su znale ili morale znati (*know or ought to have known*) za povlaštenost informacije. Vidljivo je da je u odnosu na sekundarne insidere došlo do značajnog **poštrenja njihove odgovornosti** jer sada više nije potrebna puna svijest o svojstvu povlaštenosti informacije, već je dovoljno da su te osobe znale ili čak «morale znati» za njezinu povlaštenost.

Ni stara ni nova smjernica nisu riješile pitanje postoji li kada su u pitanju primarni insidéri, presumpcija o poznavanju povlaštenih informacija te radi li se o apsolutnoj ili relativnoj presumpciji, odnosno vrijedi li ta presumpcija za sve podskupine primarnih insidéra ili samo za neke. Iako će se teret dokaza poznavanja povlaštene informacije prosuđivati prema nacionalnim propisima, najviše opravdanja za kreiranje takve presumpcije ima za prvu grupu primarnih insidéra, pri čemu bi moralo biti moguće da član uprave ili nadzornog odbora izdavatelja pruži dokaz o protivnom. To, primjerice, prema francuskom pravu nije moguće.⁴¹ Niti u njemačkom pravu to pitanje nije do kraja razjašnjeno. Za Claussena⁴² dovoljna je činjenica da te osobe zbog njihova položaja imaju mogućnost saznanja za povlaštene informacije, dok je u tekstu zakona naglasak na mogućnosti izravnog pristupa povlaštenim informacijama, odnosno na mogućnosti raspolaganja istima. U pogledu ostalih podskupina insidéra, ta presumpcija jedino je prihvatljiva kod dioničara koji imaju kvalificirani udio⁴³ u kapitalu društva (npr. 25% i više) i kod djelatnika koji po naravi posla dolaze u doticaj s povlaštenim informacijama. Ipak se to pitanje ne može bezuvjetno vezati uz veličinu udjela jer, primjerice, dioničar koji ima pravo prvenstva pri upisu novih dionica (kod povećanja temeljnog kapitala) svakako će među prvima imati povlaštenu informaciju o povećanju temeljnog kapitala.

3.1.2. *Zabranjene radnje*

Smjernica iz 1989. godine zabranjivala je svakom *insideru* da *koristi prednosti poznavanja* povlaštenih informacija. Smjernica iz 2003. zabranjuje svakom insideru (kako primarno tako i sekundarnom) koji ima povlaštenu informaciju koristiti tu informaciju, odnosno da temeljem te informacije izravno ili neizravno stječe ili otuđuje, ili pokuša steći ili otuđiti financijski instrument na kojeg se povlaštena informacija odnosi, bilo za svoj račun ili za račun treće osobe. Ova se zabrana primjenjuje i na sekundarne *insidere* pod uvjetom da su znali ili morali znati za povlaštenost te informacije.

⁴¹ To neće uvijek biti moguće prema nacionalnom pravu države članice. Primjerice prema francuskom pravu nije moguće da član uprave dokaže da nije raspolagao povlaštenom informacijom. Vidi GAILLARD/PIGNEL *Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne*, R.T.D.E. 1990, str. 337.

⁴² Polemiku oko tog pitanja vidi kod WEBER, U.A. *Das neue deutsche Insiderrecht*, BB 4/95, str. 158 i dalje.

⁴³ Vidi PIGNEL, *op.cit.*, str. 13.

Pod pojmom financijskog instrumenta podrazumijevaju se ne samo (prenosivi) vrijednosni papiri, već i udjeli u investicijskom fondu te različiti derivati vrijednosnih papira trgovanje s kojima je odobreno (*admitted to trading*) na uređenom tržištu (*regulated market*) države članice ili je u pogledu tih financijskih instrumenata podnesen zahtjev za odobrenjem trgovanja. Jasno je da se zabrane ne odnose samo na burzovni segment trgovanja, već i na uređena javna tržišta. Što se smatra reguliranim tržištem uređuje *Investment Services Directive* iz 1993. Prema Smjernici iz 1989., (čl. 1. st. 2.) države članice mogle su isključiti izvanburzovne transakcije iz polja njezine primjene, u protivnom su i one bile obuhvaćene.⁴⁴ Sada to više nije moguće.

Poimenične zabrane sadržane su u čl. 3. Smjernice iz 2003. Zabranjeno je:

- a) iznošenje (*disclosing*) povlaštene informacije drugim osobama, osim ako do iznošenja dođe u okviru normalnog obavljanja svojih radnih zadataka, profesije ili dužnosti;
- b) davanje preporuke drugim osobama (*recommending*) ili poticanje (*inducing*) drugih osoba temeljem povlaštene informacije na stjecanje ili otuđenje financijskog instrumenta na koji se ta informacija odnosi.

Uređenje zabrana iz nove smjernice u odnosu na staru gotovo i da se ne razlikuje. Izraz druga osoba (*other person*) zamijenio je izraz treća osoba (*third party*), a izraz *inducing* zamijenio je izraz *procuring*. Iste se zabrane odnose na sekundarne insidere, što prije nije bio slučaj. Prema čl. 6. Smjernice iz 1989. države članice imale su opciju da iste zabrane primijene na sekundarne insidere, ali tu mogućnost nisu sve države članice jednako iskoristile.⁴⁵

3.1.3. Izuzeci od zabrana

Kod nekih transakcija moguće je poduzimati «zabranjene radnje». To su prema čl. 7. Smjernice iz 2003. transakcije koje provode države članice, Europski sustav središnjih banaka, središnje banke država članica ili bilo koje drugo tijelo ili osoba koje su one ovlastile. Države članice imaju opciju da prošire ovaj izuzetak i na federalne jedinice i slične ograne lokalne vlasti kada se radi o upravljanju njihovim javnim dugom. Također su prema čl. 2. st. 3. Smjernice iz 2003. izuzete one transakcije kojima se stječu ili otuđuju financijski instrumenti ako se te transakcije poduzimaju radi izvršenja dospjele obveze koja proizlazi iz ugovora koji je zaključen prije nego što je osoba došla do saznanja o povlaštenim informacijama.

S druge strane, dopušteno je razotkrivanje informacija tijekom normalnog obavljanja (*normal exercise*) radnih zadataka ili funkcija. Ovaj pravni standard

⁴⁴ *Ibid.*, str. 14.

⁴⁵ *Ibid.*, str. 16. Za razliku od Njemačke koja je sekundarne insidere podvrgnula manjem krugu zabrana, Velika Britanija je već pri implementaciji Smjernice iz 1989. izjednačila primarne i sekundarne insidere. Vidi FAIRBAIRN, *op.cit.*, str. 540.

(*normal exercise*) potrebno je dalje tumačiti. Prema Assmannu,⁴⁶ taj pojam treba interpretirati široko, šire od pojma «uobičajen» (*usual*) ili «koji se zahtijeva u određenim okolnostima» (*required under the particular circumstances*), već njime treba obuhvatiti sva ponašanja koja označavaju *proper functioning of business institution*. Međutim, ako izdavalatelj, osoba koja djeluje u njegovo ime ili za njegov račun, razotkrije ikoju povlaštenu informaciju trećoj osobi tijekom normalnog obavljanja svojih radnih zadataka, ili u obnašanju profesije ili dužnosti, istodobno se ta ista informacija mora u potpunosti i na učinkovit način objaviti ako je do njezina razotkrivanja došlo namjerno, a promptno u slučaju ako je do razotkrivanja trećoj osobi došlo nenamjerno (čl. 6/3 Smjernice iz 2003.). U slučaju da osoba koja je dobila informaciju ima obvezu čuvanja tajne, bez obzira zasniva li se ta obveza na zakonu, podzakonskim propisima, statutu izdavalatelja ili ugovoru, tada izdavalatelj ne mora objaviti takvu informaciju (čl. 6/3 Smjernice iz 2003.).

3.2. Hrvatsko pravo

3.2.1. Insideri

Okvirna definicija tko se sve smatra insiderom, odnosno osobom koja raspolaže povlaštenim informacijama sadržana je u čl. 105. st. 1. ZTVP-a. To su osobe koje u obavljanju svojih radnih zadaća (npr. bankarski činovnici koji pripremaju dokumentaciju radi odobrenja kredita izdavalatelju), profesije (odvjetnici, notari) ili dužnosti (dužnosnici ministarstava) saznaju za povlaštene informacije. Zakonodavac za razliku od smjernice insiderima smatra samo fizičke osobe.

Određene osobe zakonodavac smatra tzv. primarnim insiderima. To su u stvari «nositelji» povlaštenih informacija. Članovi uprave, nadzornih odbora i drugih odgovarajućih tijela izdavalatelja vrijednosnih papira smatraju se osobama koje raspolažu povlaštenim informacijama o izdavalatelju i društvu koje kontrolira izdavalatelj.⁴⁷ Barbić ističe da osim uprave i nadzornog odbora u dioničkom društvu nema tijela koje bi se moglo smatrati «drugim odgovarajućim tijelom». Izraz kojeg rabi naš zakonodavac "smatra se" raščištava pitanje tereta dokaza o poznavanju povlaštene informacije. Znanje ovih osoba presumira se, iako se po mišljenju autorice ne radi o apsolutnoj presumpciji, pa bi bio dopušten dokaz o protivnom. Opseg presumiranog znanja ograničava se na poznavanje povlaštenih informacija glede izdavalatelja i društva koje izdavalatelj kontrolira, tako da izvan fokusa ostaju informacije koje se odnose na vrijednosni papir, što je različito od europskog prava.

⁴⁶ ASSMANN, H.-D. *The Impact of Insider Trading Rules on Company Law*, u: HOPT/WYMEERSCH, *Capital Markets and Company Law*, Oxford 2003, str. 535.

⁴⁷ Slično je u njemačkom pravu. Osobe su definirane § 15 AktG.

U primarne insidere zakonodavac ubraja i osobe koje su s insiderima *povezane*, i to: njegove srodnike u prvom stupnju prave linije (1) te povezane osobe iz čl. 473. st. 1. ZTD-a (2). Posebna kategorija povezanih osoba su (3) fizičke i pravne osobe koje nisu povezane na bilo koji način utvrđen odredbama ovoga Zakona, ali za koje Komisija pregledom financijske i druge dokumentacije, te na drugi način, primjenom uobičajenog standarda profesionalne pažnje, utvrdi da uslijed pogoršanja ili poboljšanja gospodarskog ili financijskog stanja jedne osobe može doći do pogoršanja ili poboljšanja gospodarskog i financijskog stanja jedne ili više drugih osoba, jer se između njih provodi ili postoji mogućnost prijenosa gubitka, dobiti ili kreditne sposobnosti. Zakonodavac presumira znanje tih osoba za povlaštene informacije, pa bi teret dokaza bio na toj osobi da dokaže svoje neznanje. Dakle, jedino kod povezanih osoba osim fizičkih ulaze i pravne osobe.

Naše pravo, za razliku od europskog prava, ne smatra dioničare primarnim insiderima, što će u svjetlu pristupanja RH Europskoj uniji trebati ukloniti. Pri tome nije potrebno vezivati taj pojam uz veličinu udjela jer ponekad i imatelj neznatnog broja dionica ako ima pravo prvenstva prilikom upisa novih dionica (povećanje kapitala), predstavlja kritičnu masu. Također ne poznaje posljednju kategoriju insidera (počinitelji kaznenih djela), koja je tek uvrštena u smjernicu.

S druge strane, s unošenjem koncepta povezanih osoba zakonodavac širi pojam primarnih insidera u odnosu na aktualnu smjernicu.

Sekundarne insidere zakonodavac raspoznaje kao posebnu kategoriju. To su one osobe koje su na neovlašten način doznale za povlaštene informacije i kojima je poznata njihova priroda (čl. 105. st. 6. ZTVP). Razlika između hrvatskog i europskog prava sastoji se u tome da europsko pravo omogućuje da se sekundarnim insiderima imputira znanje o povlaštenosti informacije, ako su oni to «trebali znati», dok hrvatsko pravo zahtijeva stvarno znanje o povlaštenosti (blaži kriterij).

3.2.2. *Zabranjene radnje*

Zabranjene radnje propisuje čl. 105. st. 6. ZTVP-a. One se jednako primjenjuju na primarne i sekundarne insidere. Zabranjeno je:

1. koristiti povlaštene informacije prilikom neposredne ili posredne kupnje ili prodaje 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,
2. odavati ili činiti dostupnima povlaštene informacije drugim osobama,
3. koristiti povlaštene informacije prilikom davanja savjeta drugim osobama o kupnji ili prodaji 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.

U pogledu **prve zabrane**, propust je našeg zakonodavca u nepreciznom prijevodu izraza «*dispose*» i «*acquire*». Prodaja i kupnja vrijednosnih papira samo su neke od mogućih pravnih osnova stjecanja ili otuđenja. Što se tiče polja primjene ovih zabrana u hrvatskom pravu ono je šire u odnosu na Smjernicu jer

se zabrane u europskom pravu primjenjuju samo na financijske instrumente koji su uvršteni na uređeno tržište, dok se u nas zabrane primjenjuju na sve vrijednosne papire koji su u "prometu na teritoriju Republike Hrvatske", čime su obuhvaćene burzovne transakcije, one na uređenom tržištu, kao i transakcije iz ruke u ruku. Zakonodavac dalje govori o neposrednoj ili posrednoj kupnji ili prodaji vrijednosnih papira, što znači da je nebitno odvija li se prodaja putem posrednika (brokera) ili ne, što je različito od europskog prava. Zakonodavac pretendira i na ekstrateritorijalnu primjenu *ratione personae*, propisujući da se zabrane primjenjuju i u odnosu na vrijednosne papire «hrvatskih» izdavatelja kojima se trguje na inozemnim tržištima.

Postavlja se pitanje mora li insider poduzimanjem navedene radnje ostvariti neku korist ili izbjeći nastupanje štete da bi ta zabrana bila relevantna. Njemačko pravo, primjerice, inzistira na korištenju prednosti koja se može sastojati i u izbjegavanju gubitka, i u ostvarenju dobitka (za sebe ili za treću osobu). I takvo ponašanje predstavlja povredu važnog načela tržišta vrijednosnih papira koje polazi od toga da se svim ulagateljima pruži jednaka šansa (*Chancengleichheit*). 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.⁴⁸

Kada je u konkretnoj transakciji došlo do iskorištavanja prednosti, procjenjuje se prema utjecaju povlaštene informacije na cijenu vrijednosnog papira na dan sklapanja pravnog posla. Pri tom nije odlučno je li *insider* polučio dobit u 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. U njemačkoj doktrini prevladava shvaćanje da se radi o klasičnom primjeru delikta ugrožavanja (*Gefährdungsdelikt*).⁴⁹

U pogledu **druge zabrane** hrvatsko pravo s izrazom «činiti dostupnima» obuhvaća i odavanje koje nastaje propuštanjem, ali ne zabranjuje odavanje informacija djelatnicima izdavatelja. Neovlašteno omogućavanje pristupa postoji kada se, primjerice, trećoj osobi saopći zaporaka za pristup bazi podataka ili sigurnosni ključevi.⁵⁰ Ovlaštenim se, primjerice, smatra iznošenje povlaštenih informacija banci u svrhu pribavljanja kredita. Suprotno bi rješenje onemogućilo članovima uprave ili nadzornog odbora, revizorima, bankarima i odvjetnicima da obavljaju svoj posao.⁵¹ Članovi uprave, nadzornih odbora i zaposlenici ovlaštenih društava još su pod dodatnom zabranom odavanja povlaštenih informacija o vrijednosnim papirima ili njihovim izdavateljima, za koje su saznali u okviru obavljanja poslova (čl. 105. st. 4. ZTVP), koja je doduše vremenski

⁴⁸ Tako HOPT, *op.cit.*, str. 2850; Suprotno: ASSMANN, *op.cit.*, str. 522 i 525.

⁴⁹ HOPT, *op.cit.*, str. 2850.

⁵⁰ *loc.cit.*

⁵¹ *Ibid.*, str. 2851.

ograničena.⁵² Da je druga zabrana relativnog značaja ukazuje i činjenica da primarni insidéri mogu te informacije iznositi ako su na to ovlaštani zakonom ili aktima kojima su propisani poslovi ili dužnosti koje obavljaju (čl. 105. st. 7. ZTVP). Prema Barbiću⁵³, primjer za to bio bi kada članovi uprave daju potrebna obavještenja dioničarima na skupštini društva.

U pogledu **treće zabrane**, vrijedi *mutatis mutandis* sve ono što je rečeno za prvu - ta je zabrana dijelom preuska dijelom preširoka. Preuska jer zabranjuje samo savjetovanje za kupnju i prodaju, a ne i druge oblike stjecanja i otuđenja, a preširoka jer se odnosi i na transakcije iz ruke u ruku, što prema europskom pravu nije slučaj. Kako europsko pravo u tu zabranu unosi još i poticanje (*to induce*), u tom bi smjeru zabranu trebalo proširiti. Za tu zabranu nije bitno je li *insider* u podređenom položaju u odnosu na treću osobu ili djeluje s njom u dosluhu. Dovoljno je, primjerice, 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 da li se taj savjet plaća ili *insider* djeluje iz altruističkih pobuda (primjerice u dobrotvorne svrhe). U komparativnom pravu oštro se kritizira rješenje njemačkog prava prema kojem sekundarni *insider* može savjetovati temeljem povlaštenih informacija.⁵⁴ Kod nas to nije sporno, jer se sve zabrane jednako primjenjuju i na sekundarne insidere.

4. Dužnost objavljivanja povlaštenih informacija (*ad hoc disclosure*)

4.1. Europsko pravo prema Smjernici iz 2003.

4.1.1. Dužnost objave i rokovi

Ovaj sadržajni segment aktualne smjernice pretrpio je značajne izmjene (čl. 6. Smjernice iz 2003.) Države članice trebaju osigurati da izdavatelji financijskih instrumenata obavještavaju javnost u što kraćem vremenu (*as soon as possible*) o povlaštenim informacijama koje se izravno odnose na te izdavatelje. U smjernici drugog nivoa 2003/124/EZ detaljnije se uređuju modaliteti i rokovi objave. Upućuje se na primjenu Smjernice 2001/34/EZ koja regulira dužnost objavljivanja podataka onih izdavatelja čiji su vrijednosni papiri uvršteni na burzu.⁵⁵ Prema smjernici drugog nivoa zemlje članice moraju se pobrinuti da

⁵² Zabrana iz ovoga stavka prestaje nakon isteka roka od šest mjeseci od dana prestanka obavljanja dužnosti ili zadaća.

⁵³ BARBIĆ, *op.cit.*, str. 258.

⁵⁴ FAIRBAIRN, *op.cit.*, str. 558.

⁵⁵ Čl. 102 i čl. 103. te smjernice, tj. *Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ L 184 6.07.2001, 0001-0036.*

izdavatelj ne iskorištava dužnost objave povlaštenih informacija u promidžbene svrhe. Bez obzira na konkretno usvojene modalitete objave u nekoj zemlji članici, države članice moraju se pobrinuti za to da izdavatelji u određenom roku sve povlaštene informacije podložne objavljivanju objave i na svojoj Internet stranici.

Također osobe koje obavljaju rukovodne funkcije (*persons discharging managerial responsibilities*) kod izdavatelja, te (gdje je to potrebno) osobe koje su tijesno s njima povezane moraju barem obavještavati ovlašteno tijelo o transakcijama koje se odnose na dionice izdavatelja što su ih poduzeli za svoj račun ili o transakcijama koje se odnose na derivate odnosno druge financijske instrumente koji su povezani s dionicama. Države članice moraju osigurati da barem kada su u pitanju pojedinci, javni pristup do informacija koje se odnose na te transakcije bude dostupan u što kraćem roku (čl. 6/4 Smjernice iz 2003).

4.1.2. Mogućnost samoinicijativne odgode objave povlaštenih informacija

Izdavatelj može na svoju vlastitu odgovornost odgoditi objavu povlaštenih informacija kako bi zaštitio svoje legitimne interese pod uvjetom da ne postoji vjerojatnost (*would not be likely*) da će takva odgoda dovesti u zabludu javnost te pod uvjetom da izdavatelj uspije očuvati tajnost te informacije. Smjernica drugog nivoa 2003/124/EZ u čl. 3. st. 1. navodi primjeričnu listu okolnosti koje se mogu smatrati legitimnim razlozima odgode objave. Prva situacija odnosi se na pregovore koji su u tijeku. Ako postoji vjerojatnost da bi objava informacija utjecala na uobičajeni tijek ili ishod pregovora, tada se objava povlaštene informacije može odgoditi. To posebice onda ako je izdavatelj u teškom financijskom položaju (*grave and imminent danger*) premda se nisu stekli uvjeti za otvaranje stečajnog postupka, a objava informacija bi mogla ozbiljno ugroziti interese postojećih i mogućih dioničara na način da umanju mogućnost uspješnog okončanja pregovora koji su usmjereni na to da izdavatelju omoguće dugoročan financijski oporavak.

U drugoj situaciji radi se o odlukama (ili ugovorima) što su ih donijeli (ili zaključili) članovi uprave, koje treba odobriti drugi organ izdavatelja da bi stupile na snagu, a taj je organ odvojen od prvog organa pod uvjetom da bi javna objava informacije prije odobrenja, uz istodobnu objavu informacije da traženo odobrenje još uvijek nije dano, ugrozila ispravno vrednovanje te informacije od strane javnosti. U njemačkom pravu ovom se pitanju posvećuje velika pozornost jer su kompetencije uprave i nadzornog odbora razdvojene, kao i u našem pravu. Govori se o donošenju odluke u društvu suodlučivanjem više organa (*kaskadenförmig / mehrstufigen Entscheidungsprozess*). Radi se 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 su u literaturi podijeljena. Dio autora smatra kako je potrebno da proces donošenja odluke bude u potpunosti okončan.⁵⁶ Drugi autori tvrde da taj trenutak nastupa i ranije, dok je

⁵⁶ To mišljenje zastupa HOPT, *op.cit.*, str. 2852, par. 49.

odluka (uprave) još pendentna, ali tu tezu brane različitim argumentima. Jedna autorica polazi od prava svakog dioničara da bude obaviješten (o takvoj "višećoj" 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.⁵⁷ 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.⁵⁸ Prema drugom stajalištu polazi se od toga da odluka uprave koju treba donijeti uz suglasnost upravnog odbora postaje pravno obvezujuća tek s posljednjim aktom (davanjem suglasnosti). Tvrtka ima interes zadržati povlaštenost informacije do toga trenutka, dok s druge strane postoji interes tržišta vrijednosnih papira da što prije sazna za cjenovno osjetljivu informaciju, i ta se dva interesa nalaze u sukobu. Ako se pođe od shvaćanja da odluka postaje pravno obvezujuća (konačna) tek od onog trenutka od kada je ona sadržajno ireverzibilna (*rechtllich unumkehrbar / bestandskräftig*), postavlja se pitanje kada taj trenutak nastupa - jer od 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 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 zakona je objaviti povlaštenu informaciju što je ranije moguće, upravo kako bi se izbjegla mogućnost trgovanja povlaštenim informacijama. Stoga i ovi autori smatraju da odluku uprave treba objaviti prije nego što je nadzorni odbor dao svoju suglasnost, iako ona još nije pravno obvezujuća.

4.1.3. *Dodatne mjere očuvanja povlaštenosti informacije pri odgodi objave*

Smjernica drugog nivoa 2003/124/EZ zahtijeva od država članica da izdavatelje obvežu na provedbu određenih mjera koje imaju zadatak osigurati da povlaštene informacije ostanu tajne u situaciji kada izdavatelj odluči odgoditi njihovu objavu. Izdavatelj mora uspostaviti odgovarajuće mjere koje će onemogućiti pristup takvim informacijama svim osobama osim onima kojima su potrebne pri obavljanju njihovih funkcija kod izdavatelja.⁵⁹ Izdavatelj se

⁵⁷ BENNER-HEINACHER, J. *Kollision der Auskunftspflicht des Vorstands mit Insidergesetz*, DB 1995, str. 766.

⁵⁸ *loc.cit.*

⁵⁹ U tom smislu ide i propis prema kojem države članice trebaju zahtijevati od izdavatelja (osoba koje rade u njegovo ime ili za njegov račun) da sačine popis djelatnika zaposlenih

također treba pobrinuti da sve osobe kojima su dostupne te informacije shvaćaju njihov značaj i svjesni su sankcija koje nastaju njihovom zlouporabom. Također, izdavatelj mora biti spreman na trenutnu objavu informacija u slučaju da nije uspio osigurati njihovu povjerljivost.

Države članice također mogu zahtijevati da o namjeravanoj odgodi objave povlaštene informacije izdavatelji obavijeste ovlašteno tijelo. Tu postoji razlika u odnosu na raniju smjernicu prema kojoj je ovlašteno tijelo bilo nadležno osloboditi izdavatelja obveze objave informacija ako bi takva objava ugrozila njegove legitimne interese.

4.2. Hrvatsko pravo

Prema čl. 105. st. 7. ZTVP-a osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama mogu te informacije iznositi samo ako su na to ovlaštene zakonom ili aktima kojima su propisani poslovi ili dužnosti koje obavljaju. Članovi uprave, nadzornog odbora izdavatelja trebaju svaki posao kojim neposredno ili posredno stječu ili otpuštaju vrijednosne papire izdavatelja prijaviti izdavatelju, Komisiji i burzi ili uređenom javnom tržištu na kojem su uvršteni takvi vrijednosni papiri, i to u roku od 15 dana od dana obavljene transakcije. Osim izdavatelja u kojem te osobe imaju svojstvo člana nadzornog odbora ili uprave, mjerodavno je i stjecanje vrijednosnih papira izdavatelja kojeg prvi izdavatelj kontrolira, odnosno izdavatelji koji ulaze u pojam povezanih društava (čl. 105. st. 2. i 3. ZTVP).

Prema čl. 106. st. 1. ZTVP-a izdavatelj vrijednosnih papira uvrštenih na burzi ili uređenom javnom tržištu obavezan je bez odgode izvijestiti javnost. Poblize propise «o načinu izdavanja (vjerojatno objavljivanja? - op.a.) i sadržaju informacija donosi Komisija (čl. 106. st. 3. ZTVP). Prema našem pravu, izdavatelj vrijednosnih papira nema mogućnost da na svoju odgovornost odgodi objavu informacije već ga od te obveze može (privremeno) osloboditi jedino Komisija (čl. 107. ZTVP). Rok odgode ne može biti duži od tri mjeseca.

5. Pojam manipulacije tržištem

5.1. Definicija tržišnih manipulacija u Smjernici iz 2003. i njezina kritika

Dok je pojam povlaštene informacije pretrpio manje izmjene novom smjernicom, pojam tržišnih manipulacija bio je relativno koncizan i razumljiv u prijedlogu smjernice,⁶⁰ u tekstu je smjernice pretrpio brojne izmjene i postao

temeljem ugovora o radu ili drukčije, koje imaju pristup povlaštenim informacijama. Taj se popis mora redovito obnavljati i dostavljati ovlaštenom tijelu svakodobno na njegov zahtjev (čl. 6/3 Smjernice iz 2003).

⁶⁰ *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse), COM (2001) 281 final, 30.05.2001., čl. 1. st.2 (a) i b*

vrlo nepregledan.⁶¹ Nije jasno da li je za činjenje tržišne manipulacije bitna namjera, što se opravdano kritizira. S druge strane, kao i kod insider tradinga, određeni aspekti tih definicija precizirani su smjericama drugog nivoa, što poimanje tržišnih manipulacija čini još manje preglednim.⁶² Po novome tri su glavna oblika tržišnih manipulacija:

- (a) **Pravni poslovi ili nalozi** za trgovanje:
 - koji daju ili postoji vjerojatnost da daju lažnu sliku o ponudi, potražnji ili cijeni financijskog instrumenta
 - koji su usmjereni na održavanje cijene jednog ili više financijskih instrumenata na umjetnom nivou, bilo djelovanjem jedne osobe ili kroz zajedničko djelovanje više njih, osim ako osoba koja sklopi pravni posao ili da nalog za trgovanje iznese legitimne razloge za takvo postupanje, te pod uvjetom da je takvo postupanje u skladu s prihvaćenom praksom odnosno reguliranog tržišta;
- (b) fiktivne transakcije ili fiktivni nalozi za trgovanje, uključujući i ostale oblike prijevanih ili prividnih radnji;
- (c) širenje informacija o financijskom instrumentu putem sredstava informiranja, uključujući i Internet, ili putem drugih sredstava koje o njemu daju ili postoji vjerojatnost da daju lažne pokazatelje ili pokazatelje koji dovode u zabludu, uključujući širenje glasina te vijesti koje su lažne ili dovode u zabludu, ako je osoba koja širi glasine ili takve vijesti znala ili morala znati da je informacija lažna ili da dovodi u zabludu. U pogledu novinara kada oni djeluju u okviru svoje profesije⁶³, takvo širenje informacija procjenjuje se uzevši u obzir propise kojima je regulirana njihova struka, osim ako te osobe izravno ili neizravno stječu prednost ili dobit od širenja tih informacija.

U nastavku definicije navodi se primjerna lista ponašanja koja se pod (a), (b) i (c) smatra tržišnom manipulacijom. To su:

- ponašanje osobe ili osoba koje zajednički djeluju kojim se nastoji osigurati dominantni položaj nad ponudom i potražnjom za određeni financijski instrument, koje se ogleda u izravnom ili neizravnom utvrđivanju prodajne ili kupovne cijene ili stvaranju drugih nepoštenih uvjeta trgovanja;

⁶¹ Directive 2003/6 EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 096, 12.04.2003,- čl. 1. st. 2. (a) (b) (c)

⁶² ALCOCK, *op.cit.*, str. 150.

⁶³ Doktrina u Velikoj Britaniji oštro je reagirala na mogućnost da novinari budu dijelom općeg režima zlouporabe na tržištu. *Financial Services Authority (FSA)* Velike Britanije zalaže se da novinari ostanu izvan tog režima. Bez obzira na to Velika Britanija može prilikom implementacije izuzeti novinarsku struku. Ističe se da je učinkovitost te rezerve upitna ako je ne budu iskoristile i druge države članice, obzirom da se ugledni financijski časopisi čitaju diljem Europe (kao npr. *Financial Times*). Vidi ALCOCK, *op.cit.*, str. 150.

- prodaja ili kupnja financijskih instrumenata na kraju dana s učinkom dovođenja u zabludu ulagatelja, koji djeluju na temelju cijena iskazanih na kraju dana («marking the close»)
- korištenje mogućnosti povremenog ili stalnog pristupa tradicionalnim ili elektroničkim sredstvima informiranja, davanjem mišljenja o financijskom instrumentu (ili neizravno o njegovu izdavatelju) a da je prethodno trgovao istim te da je naknadno ostvario korist od izraženog mišljenja o cijeni tog instrumenta, bez da je istodobno javnosti razotkrio interesni sukob na propisan način («scalping»).

Posljednja naznaka u definiciji je ta da će se ona mijenjati kako bi se osiguralo da se novi pojavni oblici tržišnih manipulacija mogu podvesti pod taj pojam. Bez obzira na nepreglednost ove definicije može se uočiti da se iz svih ovih pojavnih oblika tržišnih manipulacija mogu izdvojiti dvije glavne grupe: u prvu grupu ulaze *transakcije ili nalozi za kupnju ili prodaju* koji su usmjereni na stvaranje lažne slike o ponudi i potražnji za određenim financijskim instrumentom ili na stvaranje lažne slike o cijeni istog, a također u istu grupu ulaze ponašanja koja su usmjerena na održavanje umjetne cijene vrijednosnog papira. Iz te se grupe izdvaja posebna (pod)grupa transakcija ili naloga za trgovanje kojima je zajedničko da su *fiktivni*, iako su ciljevi tih fiktivnih transakcija istovjetni kao i onih iz prve grupe. Npr. cilj tih transakcija upravo je stvoriti privid da postoji velika potražnja za nekim financijskim instrumentom te *vice versa*, čime se opet indirektno utječe i na cijenu financijskog instrumenta. Stoga su u prijedlogu svi ovi pojavni oblici manipulacija bili objedinjeni, što sada nije slučaj. Druga velika grupa ne podrazumijeva tržišnu aktivnost već se odnosi na širenje lažnih informacija, ali i glasina, s ciljem da manipulativno djeluju na tržište.

Da je prijedlog smjernice uspješniji od svog konačnog teksta, vidi se i po tome što je konciznija definicija upućivala na punu dužu primjericnu listu sadržanu u aneksu prijedloga smjernice koja je za adresate - suce u zemljama članicama razumljivija - sadrži već poznate opise zabranjenih ponašanja, pod koje je jednostavnije podvesti aktualan činjenični sklop, za razliku od sada važeće definicije. Gledano iz perspektive hrvatskog zakonodavca koji će morati uskladiti svoje zakonodavstvo s europskim, te iz kuta hrvatskog tržišta kapitala koje još uvijek nije na stupnju razvoja tržišta kapitala većine država članica EU, pristup iz prijedloga bio bi edukativniji, kako za Komisiju za vrijednosne papire koja vrši nadzor nad tržištem tako i za sudstvo. Stoga u nastavku navodimo tu primjericnu listu.

5.2. *Primjericna lista tržišnih manipulacija iz Prijedloga smjernice iz 2001.*

Primjericna lista iz prijedloga smjernice bila je sadržana u *Section B* aneksa. Pojavni su oblici grupirani u podgrupe:

- a) djelovanja na tržištu s ciljem da se stvori lažan dojam o aktivnosti:
 - *wash sales* - pravni poslovi kod kojih ne dolazi do promjene vlasništva financijskog instrumenta;
 - *improper matched orders* - pravni poslovi kod kojih su naloge za prodaju i naloge za kupnju dale u isto vrijeme različite osobe koje su

- u dosluhu, a nalozi sadrže istu količinu i cijenu financijskog instrumenta;
- *painting the tape* - poduzimanje niza transakcija koji se objavljuju na zaslonu na način da se javno prikazuju kako bi se stvorio dojam trgovanja ili cjenovnog kolebanja nekog financijskog instrumenta;
 - *pumping and dumping* - djelovanje jedne ili više osoba zajedno kupnjom usmjerenom na umjetno podizanje cijene financijskog instrumenta a nakon toga masivna prodaja istog;
 - *advancing the bid* - povećanje potražnje za financijskim instrumentom kako bi se povećala njegova cijena.
- b) djelovanje na tržištu usmjerena na stvaranje nestašice:
- *cornering* - ostvarenje takve kontrole ponude ili potražnje za određenim derivatom i/ili predmeta tog derivata, koja daje manipulatoru dominantan položaj koji se može iskoristiti na način da se manipulira cijenom derivata i/ili predmeta derivata;
 - *abusive squeezes* - iskorištavanje nestašice neke imovine putem ostvarenja kontrole nad potražnjom te iskorištavanje tržišne navale tijekom nestašica na taj način da se stvore umjetne cijene. Korištenje značajnog utjecaja na dobavu ili isporuku ili zbog prava na traženje isporuke na način da se diktiraju arbitrarne cijene;
- c) vremenski uvjetovana djelovanja na tržištu:
- *marking the close* - prodaja ili kupnja financijskih instrumenata na kraju radnog dana na tržištu s ciljem izmjene zaključne cijene, čime se dovode u zabludu oni koji djeluju na temelju zaključnih cijena;
 - trgovanje usmjereno na izmjenu *spot* ili *settlement* cijene derivata;
 - trgovanje usmjereno na izmjenu *spot* cijene financijskog instrumenta koji je dogovoren kao vrijednost transakcije;
- d) djelovanja koja su povezana s informiranjem:
- *scalping* - kupnja financijskog instrumenta za svoj račun prije nego što se preporuča kupnja drugima, te nakon toga prodaja nakon što je porasla cijena zahvaljujući preporuci;
 - širenje lažnih glasina kako bi se druge osobe potakle na kupnju ili prodaju;
 - davanje neistinitih očitovanja o materijalnih činjenicama;⁶⁴
 - neotkrivanje važnih činjenica ili interesa.

⁶⁴ Primjer za to bi mogla biti situacija kada korisnik Interneta objavi lažnu vijest da će određeni izdavač biti izložen brojnim odštetnim zahtjevima, a ta informacija izazove pad cijene dionice. Činjenica da počinitelj nije ostvario od toga nikakvu dobit nije relevantna. Vidi ALCOCK, *op.cit.*, str. 143.

5.3. Hrvatsko pravo

U čl. 108-110. ZTVP-a hrvatski je zakonodavac propisao razne oblike tržišnih manipulacija. Razlikuju se tri podgrupe manipulacija: manipuliranje cijenama (čl. 108. ZTVP), širenje lažnih informacija (čl. 109. ZTVP) te provizijom motivirana trgovina (čl. 110. ZTVP).

Hrvatski zakonodavac smatra da se *manipulirati cijenom* vrijednosnog papira može na dva načina: obavljanjem transakcije ili davanjem naloga za kupnju i prodaju, pri čemu oba ta podoblika imaju isti manipulatorni cilj. U grupi zabranjenih ponašanja koja se realiziraju *obavljanjem neke transakcije* razlikuju se fiktivne od stvarnih transakcija. Zabranjeno je obaviti fiktivnu transakciju koja samo stvara privid da je došlo do promjene zakonitog imatelja ili vlasnika vrijednosnog papira, a da do te promjene u stvari nije došlo (čl. 108. st. 1. t. 1. ZTVP). Pored toga zabranjene su one «stvarne» transakcije kada njihovo poduzimanje ima za cilj povećanje cijene vrijednosnog papira (kako bi se ostali potakli na kupnju), odnosno ima za cilj smanjenje cijene tog vrijednosnog papira (kako bi se ostali potakli na prodaju) ili se ista poduzima samo da bi se stvorio privid aktivne trgovine, pa da se i ostali potakli na kupnju ili prodaju toga vrijednosnog papira (čl. 108. st. 2. t. 1.-3. ZTVP).

U drugu grupu zabranjenih radnji kojima se manipulira cijenom vrijednosnog papira ulazi *davanje naloga za kupnju ili prodaju vrijednosnog papira*, znajući pritom da je dan ili će biti dan nalog za prodaju ili kupnju toga vrijednosnog papira od iste ili druge osobe, po cijeni koja je približno ista, radi stvaranja privida cijene ili aktivnog trgovanja (čl. 108. st. 1. t. 2. ZTVP).

Pod *širenjem lažnih informacija* (čl. 109. ZTVP) smatra se svako objavljivanje ili širenje neistinitih informacije koje utječu ili mogu utjecati na obujam trgovanja i cijenu vrijednosnih papira.

Trećom grupom je obuhvaćena *provizijom motivirana trgovina* (čl. 110. ZTVP). Ovlaštenim društvima koja upravljaju portfeljem vrijednosnih papira nalogodavaca zabranjeno je prodavati ili davati naloge za prodaju, kupovati ili davati naloge za kupnju tih vrijednosnih papira, isključivo s namjerom stjecanja provizije koja se naplaćuje za tu uslugu.

Ako se usporede zabranjena ponašanja prema Smjernici iz 2003. i aktualni hrvatski propis mogu se uočiti sličnosti i razlike. U pogledu fiktivnih transakcija uređenje je vrlo slično, ali je smjernica šira poljem primjene: ona obuhvaća i fiktivne naloge za trgovanje, a ne samo transakcije, a to što upućuje i «na ostale oblike prijevornih ili prividnih radnji», omogućava adaptaciju norme novim pojavnim oblicima fiktivnih transakcija.

U pogledu stvarnih transakcija (ili naloga) koji imaju manipulatorni cilj razlike su veće. Dok je prema smjernici relevantno da li te transakcije (i nalozi) daju ili *vjerojatno daju* lažnu sliku o ponudi, potražnji ili cijeni financijskog instrumenta, prema našem propisu bitan je cilj poduzimanja te transakcije (ali ne i naloga), a ne rezultat (lažna slika). Pored toga, dok je naš zakonodavac samo zaokupljen ciljnim djelovanjem usmjerenim na cijenu, europski zakonodavac osim djelovanja koje stvara lažnu sliku o cijeni financijskog instrumenta smatra i relevantno svako djelovanje (nalogom i transakcijom) koje daje lažnu sliku o ponudi i potražnji, a isto tako i djelovanje koje je usmjereno

na umjetno održavanje cijene nekog financijskog instrumenta. Naš zakonodavac smatra zabranjenim samo ono davanje naloga za kupnju ili prodaju vrijednosnog papira koje je dano uz znanje da postoji isti takav nalog za kupnju i prodaju od druge osobe s kojim će se prvi nalog sravniti. *A contrario* ostali su nalozi dopušteni. Ovaj pojedinačni slučaj zabranjenog naloga za prodaju i kupnju tek je jedan u nizu primjerično navedenih zabranjenih ponašanja (*improper matched orders*) prema Prijedlogu smjernice iz 2001.

Najveće su razlike u definiciji širenja lažnih informacija. Ona je prema Smjernici iz 2003. postavljena tako široko da obuhvaća ne samo širenje informacija, već i glasina, pri čemu su osim lažnih relevantne i informacije koje dovode u zabludu. Dovoljno je da postoji vjerojatnost stvaranja lažne slike ili vjerojatnost dovođenja u zabludu. Osim toga relevantno je i širenje informacija putem Interneta.

6. Sankcije

6.1. Europsko pravo

Smjernica iz 1989. nije harmonizirala pitanje sankcija. To je pitanje ostalo u domeni država članica. Jedino je bilo predviđeno da sankcije trebaju biti dostatne ("*to promote compliance*"), a vrste i rasponi ostaju diskrecijsko pravo država članica. Ovo blanketno rješenje rezultat je znatnih razmimoilaženja između država članica. Kako kaznenopravne kompetencije izlaze iz zakonodavne nadležnosti EU, svaki pokušaj da se impostira harmoniziran i određen skup sankcija bio bi neuspješan.

Dužnost zemalja članica da propišu zabranu korištenja povlaštenih informacija i zabranu manipuliranja tržištem sada je sadržana u čl. 2. i 5. Smjernice iz 2003. Također, zemlje članice moraju zahtijevati od osoba koje su profesionalno angažirane na poslovima s financijskim instrumentima da prijave transakciju za koju postoji razumna sumnja da predstavlja djelo insider dealinga ili manipulacije tržištem (čl. 6. st. 9. Smjernice iz 2003.). Bez obzira na to što zemlje članice mogu propisati i kaznene sankcije, one moraju predvidjeti u skladu sa svojim nacionalnim pravom i administrativne sankcije. Te sankcije moraju biti učinkovite, razmjerne i odvraćajuće, a ipak u skladu s nacionalnim pravom (čl. 14. st. 1. Smjernice iz 2003.). Bez obzira na nadležnosti pravosudnih organa, tijelo ovlašteno za nadzor implementacije (komisija za vrijednosne papire) ima sve nadzorne i istražne ovlasti (čl. 12. st. 1. Smjernice iz 2003.). Države članice moraju predvidjeti pravo žalbe na odluke tog tijela (čl. 15. Smjernice iz 2003.) Ima shvaćanja da je u pogledu sankcija Smjernica otišla do samoga ruba odredbi Ugovora o EZ-u. Naime prema shvaćanju Komisije EZ-a: «U načelu je neprihvatljivo da na integriranom tržištu zabranjeno ponašanje rezultira teškom kaznom u jednom pravnom sustavu, blagom kaznom u drugome i nikakvom kaznom u trećoj državi članici. Međutim, potpuna harmonizacija kaznenih sankcija nije predviđena Ugovorom o EZ-u.»⁶⁵

⁶⁵ Explanatory Memorandum, sec. 1(d).

6.2. Hrvatsko pravo

U hrvatskom pravu usporedno postoje kaznene i prekršajne sankcije.

Kada je u pitanju **insider trading**, u čl. 149. ZTVP-a propisano je kazneno djelo neovlaštenog korištenja i odavanja povlaštenih informacija. Biće kaznenog djela odgovara opisu zabranjenih radnji navedenih u čl. 105. st. 6. ZTVP-a, ali se dodaje element pribavljanja koristi za sebe ili drugog, odnosno nanošenje štete drugome. Zakonodavac dispoziciju postavlja preusko, jer osim kupnje i prodaje temeljem poznavanja povlaštenih informacija ne obuhvaća ostale načine stjecanja vrijednosnih papira (fiducijarni prijenos vlasništva radi osiguranja tražbine, zalog, depozit i ostalo). S druge strane, preusko je postavljena i svrha takve zabranjene prodaje ili kupnje: «s ciljem da sebi ili drugome pribavi imovinsku korist ili da drugome prouzroči štetu». Nepokrivene kaznenim djelom ostaju transakcije kojima se od sebe ili drugog želi otkloniti nastanak štete (čl. 149. st. 1. t. 1. ZTVP). Druga zabranjena radnja sada, osim odavanja povlaštenih informacija (činjenje), sada obuhvaća i propuštanje («čini dostupnim» - čl. 149. st. 1. t. 2. ZTVP). Treća kažnjiva radnja podrazumijeva davanje savjeta o kupnji i prodaji vrijednosnih papira temeljem poznavanja povlaštenih informacija i uz svijest o njihovoj povlaštenosti. U pogledu «kupnje i prodaje» kao predmeta pri davanju savjeta vrijede iste opaske o preusko postavljenoj dispoziciji, te isto tako nedostaje radnja «davanja savjeta radi izbjegavanja nastanka štete sebi ili drugome» (čl. 149. st. 1. t. 3. ZTVP). Alternativno su zapriječene novčana kazna (najmanje 100 dnevnih dohodaka) i kazna zatvora do jedne godine. Za teže oblike ovog kaznenog djela (imovinska korist u iznosu većem od 5.000,00 kuna) počinitelj će se kazniti novčanom kaznom najmanje od 150 dnevnih dohodaka ili kaznom zatvora do dvije godine.

Prekršajno odgovaraju članovi uprave, nadzornih odbora i zaposlenici ovlaštenih društava ako odaju povlaštene informacije o vrijednosnim papirima ili njihovim izdavateljima, za koje su saznali u okviru obavljanja poslova. Nakon isteka roka od šest mjeseci od dana prestanka obavljanja dužnosti ili zadaća takva radnja nije više protupravna (čl. 155. st. 1. t. 74. ZTVP). Prekršajno je odgovorna i ona osoba koja raspolaže povlaštenim informacijama protivno zabranjenim radnjama, odnosno ona koja ih iznosi a da nije zakonom ili aktima kojima su propisani poslovi ili dužnosti koje ta osoba obavlja ovlaštena na to (čl. 155. st. 1. t. 76. ZTVP). U odnosu na kaznena djela kod prekršajnih djela nedostaje element pribavljanja imovinske koristi, pa je to ujedno kriterij razgraničenja između zabranjenih ponašanja za koje je predviđena kaznena odgovornost od onih za koje nije. Specifična prekršajna odgovornost izdavatelja je njegov propust da bez odgode izvijesti javnost o povlaštenim informacijama (čl. 155. st. 1. t. 77. ZTVP).

Nije isključena ni građanskopravna odštetna odgovornost osobe koja je poduzela koju od zabranjenih radnji iz čl. 105. st. 6. ZTVP-a, i time nanijela drugoj osobi štetu (čl. 154. ZOO). Štetna radnja bi bila zabranjena radnja iz čl. 105. st. 6. ZTVP-a, razlika u cijeni dionice prije i nakon objave cjenovno osjetljive informacije predstavljala bi iznos stvarne štete. Oštećenik bi trebao

dokazati da je štetnik bila osoba koja raspolaže povlaštenom informacijom te da je pretrpio štetu.⁶⁶

Kada su u pitanju **tržišne manipulacije**, kazneno djelo manipuliranja cijenama i širenje neistinitih informacija regulirano je čl. 150. ZTVP-a. Biće kaznenog djela ostvaruje se kada netko:

1. sklopi ili izvrši ugovor o prodaji ili zamjeni vrijednosnih papira sa svrhom da se stvori privid da je takav posao sklopljen iako strane ne žele njegovo izvršenje,
2. na burzi ili drugom uređenom tržištu da nalog za kupnju ili prodaju nekoga vrijednosnog papira, znajući da je dan ili da će biti dan nalog za prodaju ili kupnju toga vrijednosnog papira od druge osobe, po cijeni koja je približno ista ili ako sam daje nalog i protunalog,
3. širi obavijesti o izdavatelju, vrijednosnim papirima i drugim činjenicama za koje zna da nisu istinite,

a sve to u namjeri da tako utječe na povećanje ili smanjenje cijene ili da stvori privid aktivnog trgovanja i time sebi ili drugome pribavi imovinsku korist ili da drugome prouzroči štetu. Zapriječena je novčana kazna od najmanje 100 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do jedne godine. Za kvalificirane oblike počinjenja (pribavljanje imovinske koristi ili prouzrokovanje štete drugome u iznosu većem od 5.000,00 kuna) alternativno su zapriječene novčana kazna od najmanje 150 dnevnih dohodaka ili kazna zatvora do dvije godine.

Prekršajne sankcije za tržišne manipulacije sadržane su u čl. 155. st. 1. t. 78 - 81. ZTVP-a. Od kaznenih se razlikuju jedino po elementu namjere. Jedino provizijom motivirana trgovina kao jedno od zabranjenih ponašanja (čl. 110. ZTVP) nije kazneno već samo prekršajno sankcionirana (ali ona ne spada u tržišne manipulacije).

7. Zaključak

Novi proizvod europskog zakonodavca samo je djelomično uspio. On je otišao korak dalje kada je u pitanju insider trading, posebno dodirnuvši problematiku roka i načina objave povlaštenih informacija te mogućnosti da izdavatelj samoinicijativno odgodi objavu povlaštenih informacija. U dijelu koji regulira tržišne manipulacije Smjernica iz 2003. je manje uspješna. Kombinirajući dva pristupa: konciznu definiciju i širu primjeričnu listu u prijedlogu, u konačnom tekstu zakonodavac se opredijelio za drugi koncept - opsežnu definiciju kojoj je dodana kraća primjerična lista, a koja je dobila i određene interpretativne dodatke u smjernici drugog nivoa.

⁶⁶ Tako HOPT, K. *Insider-Probleme*, u: SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI, *Bankrecht-handbuch*, München 1997, str. 2857, te dodaje da se bolja zaštita postiže općim uvjetima poslovanja.

Ako se naši propisi usporede s novom smjernicom, postoje određene razlike od kojih su neke značajnije, a neke manje značajne. Kao prvo, uzme li se u obzir polje primjene, smjernica širi polje primjene na uređeno tržište, te se više ne odnosi samo na vrijednosne papire koji su uvršteni na burzu već i one koji su na uređeno tržište uvršteni ili se njihovo uvrštenje tek zahtijeva. Zaštitu uživaju povlaštene informacije koje se odnose na financijski instrument, što je znatno šire od pojma vrijednosnog papira kojeg je rabila prethodna smjernica. Iako na našem tržištu vrijednosnih papira ne postoji velik volumen trgovanja derivatima vrijednosnih papira, nije opravdano da to tržište ne primjenjuje ista pravila igre. Osim razlika redakcijske naravi koje su uzrokovane odabirom neadekvatne terminologije (kupnja i prodaja, umjesto stjecanje i otuđenje), sada nedostaju dvije Smjernicom imenovane kategorije primarnih insidera - dioničari i počinitelji kaznenih djela. Smjernicom su sada izjednačeni i primarni i sekundarni insidéri u pogledu sankcija, a tako je i prema našem pravu. S druge strane, Smjernica jasno obuhvaća i fizičke i pravne osobe, dok je prema ZTVP-u moguće da se pod pojmom primarnog insidera pojave pravne osobe samo onda kada se radi o povezanim osobama.

Smjernica je unijela bitne novine u segmentu obvezatnog objavljivanja povlaštenih informacija. U tom dijelu hrvatsko pravo nije usklađeno sa smjernicom, ali za sada nije ni pravo drugih zemalja članica, obzirom da je rok za implementaciju do mjeseca listopada ove godine (u pogledu glavne smjernice), odnosno do mjeseca prosinca (za smjernice koje su donesene kao interpretativne smjernice). Sve informacije koje su podložne objavljivanju moraju se objaviti i na Internet stranici izdavatelja. Najveća razlika u ovom dijelu u odnosu na hrvatsko pravo sastoji se u liberalizaciji prava na odgodu objave. Sada izdavatelj samoinicijativno može odgoditi objavu povlaštene informacije ako ima legitimne razloge, a ti su razlozi pobliže opisani smjernicom. Dvije su situacije naročito značajne: pregovori koji su u tijeku, kada bi objava mogla utjecati na mogući ishod pregovora, te situacija u kojoj je za valjano donošenje odluke koja predstavlja povlaštenu informaciju potrebno da neki organ izdavatelja da svoju suglasnost (npr. nadzorni odbor na odluku uprave). Odluči li se na samoinicijativnu odgodu objave, izdavatelj se mora pobrinuti da na odgovarajući način očuva povlaštenost te informacije, odnosno da onemogući njezino «curenje». Ovlašteno tijelo koje provodi nadzor nad tržištem vrijednosnih papira obavještava o takvoj odgodi, ali izdavatelj ne mora tražiti odobrenje za odgodu objave.

U pogledu tržišnih manipulacija harmonizacija je manje vidljiva. U širokoj lepezi tržišnih manipulacija izlučuju se tri grupe tržišnih manipulacija, koje se grosso modo raspoznaju i u hrvatskom pravu iako je definicija iz smjernice opsegom šira. Hrvatsko pravo je samo dijelom usklađeno s rješenjima iz nove smjernice. Najveće sličnosti postoje kod uređenja fiktivnih transakcija. Smjernica osim transakcija obuhvaća i fiktivne naloge za trgovanje, što nije slučaj u nas. Osim fiktivnih transakcija upućuje i «na ostale oblike prijevanih ili prividnih radnji» predviđajući inovativnost manipulanata. U pogledu «stvarnih» transakcija (ili naloga) koje imaju manipulatorni cilj razlike su veće. Dok je prema smjernici relevantno da li te transakcije (i nalozi) daju ili vjerojatno daju lažnu sliku o

ponudi, potražnji ili cijeni financijskog instrumenta, prema našem propisu bitan je cilj poduzimanja te transakcije (ali ne i naloga), a ne rezultat (lažna slika). Pored toga, dok je naš zakonodavac samo zaokupljen ciljnim djelovanjem usmjerenim na cijenu, europski zakonodavac osim djelovanja koje stvara lažnu sliku o cijeni financijskog instrumenta smatra i relevantno svako djelovanje (nalogom i transakcijom) koje daje lažnu sliku o ponudi i potražnji, a isto tako i djelovanje koje je usmjereno na umjetno održavanje cijene nekog financijskog instrumenta. Najveće su razlike u definiciji širenja lažnih informacija. Ona je u europskom pravu postavljena tako široko da obuhvaća ne samo širenje informacija, već i glasina, pri čemu su osim lažnih relevantne i informacije koje dovode u zabludu. Dovoljno je da postoji vjerojatnost stvaranja lažne slike ili vjerojatnost dovođenja u zabludu. Osim toga relevantno je i širenje informacija putem Interneta.

U dijelu sankcija, također je značajan novum obvezatno propisivanje administrativnih sankcija. Kako kaznenopravne sankcije izlaze iz nadležnosti EU, neki autori⁶⁷ smatraju da je ovim pristupom EZ došla na rub svojih regulatornih kompetencija, naročito «naređujući» državama članicama da administrativne sankcije moraju biti učinkovite, razmjerne i odvratajuće. Mnogi zamjeraju činjenicu da su mnogi bitni pojmovi uređeni ili će biti uređeni interpretacijskim smjernicama pri čijem donošenju zemlje članice više neće imati primarnu ulogu.⁶⁸ Ovaj zaokret će vjerojatno izazvati velike otpore u implementaciji. Naime, u pravu Velike Britanije koja je tu mogućnost uvela još 2000 FSMA-om, prvi predmet u kojem je britanski FSA (*Financial Services Authority*) iskoristio mogućnost izricanja administrativnih sankcija izazvao je kritike s aspekta zaštite ljudskih prava. U tom je predmetu⁶⁹, gospodin Fleurose trgovao opcijama dionica s pet najvećih izdavatelja vrijednost čijih dionica je ključna za burzovni indeks u posljednjih 8 minuta radnog vremena burze, čime je izazvao spuštanje burzovnog indeksa FTSE-100 sa 4856 na 4832. Brokersko društvo je platilo novčanu kaznu u iznosu od 350,000£ zbog «ponašanja čiji je jedini cilj bio pomaknuti vrijednost indeksa», a protiv gospodina Fleurose-a je pokrenut stegovni postupak. Kako prema novom FSMA-u za djelo zlouporabe tržišta nije potrebno dokazivanje namjere, optuženoga je teretilo već samo činjenje. Jedina obrana (*safe harbour rules*) koja mu je stajala na raspolaganju sastojala se u pružanju protudokaza da je razumno vjerovao da njegovo ponašanje ne predstavlja tržišnu manipulaciju ili da je poduzeo razumne korake da bi izbjegao svoje sudjelovanje u izravnom ili neizravnom manipuliranju tržištem. U kasnijem postupku pred višim sudom optuženi je tvrdio da je, iako se radilo o stegovnom postupku, to u suštini bio kvazi-kazneni postupak tijekom

⁶⁷ ALCOCK, *op.cit.*, str. 150.

⁶⁸ Tako HANSEN, *op.cit.*, str. 268 koji kaže: "The devil is in the detail".

⁶⁹ R. v. Securities and Futures Authority Ltd, ex parte Fleurose [2001] EWHC Admin 292; [2001] 2 All E.R. (Comm)481; [2001] I.R.L.R. 764.

kojeg su bila povrijeđena njegova ljudska prava, kao što je primjerice pravo na besplatno zastupanje što je u suprotnosti s načelima Europske konvencije a također je osporavao i nedostatan određen karakter samog zabranjenog ponašanja. High Court je u svojoj rješidbi zauzeo stajalište da djelo opisano u sec.118 FSMA (*market abuse*) treba za potrebe procesuiranja smatrati kaznenim djelom u svrhu primjene Europske konvencije o ljudskim pravima. Kako će se druge države članice nositi s ovim pitanjima primjene administrativnih sankcija, ostaje da se vidi.

Iako se domaće tržište kapitala može općenito ocijeniti kao nedovoljno razvijeno, pa još vjerojatno nema mjesta sofisticiranim tržišnim manipulacijama, u izvješću Komisije za vrijednosne papire iz 2003. stoji da je Komisija u promatranom razdoblju podnijela 4 kaznene prijave za kazneno djelo manipuliranja cijenama i širenja neistinitih informacija iz čl. 150. st. 1. t. 2. ZTVP koje se ostvarivalo davanjem naloga za kupnju ili prodaju nekoga vrijednosnog papira, uz znanje da je dan ili da će biti dan nalog za prodaju ili kupnju toga vrijednosnog papira od druge osobe, po cijeni koja je približno ista. U ovom izvještajnom razdoblju nisu iskazani slučajevi insider trading, iako je tih povreda bilo u ranijim izvještajnim razdobljima. Kako je smjernicom predviđena liberalizacija izdavateljevog prava na odgodu objave povlaštenih informacija, Komisija bi u najskorije vrijeme trebala donijeti propis kojim će urediti način objavljivanja i sadržaj objava koje se odnose na povlaštene informacije (na što je ovlaštena prema čl. 106. st. 3. ZTVP). To zbog toga, jer nakon stjecanja punopravnog članstva RH u EU izdavatelji vrijednosnih papira neće više morati tražiti od Komisije odobrenje privremene odgode objave, pa će propisi takvog jednog pravilnika kojim bi se uredilo pitanje načina sadržaja i roka objave biti važniji.

Summary

ABUSIVE TRANSACTIONS ON SECURITIES MARKET - NEW EU DIRECTIVE ON MARKET ABUSE AND CROATIAN LAW ON SECURITIES MARKET

In the paper author compares legal solutions of the newly adopted EU Directive on market abuse with the Croatian Law on Securities Market. There is a slight change in the Directive's field of application: now it covers abusive transactions committed not only at the stock exchange market but also at the regulated market. Moreover, relevant are abusive transactions related with transferable securities but also with financial instruments in general. Thus, all kinds of transactions with derivative instruments on the capital and money market are covered. The Directive is more precise when regulating duty to disclose inside information as a main preventive measure regarding insider trading. However, an issuer of securities is authorized to postpone the disclosure of inside information on the voluntary basis (i.e. without consent of the regulating

authority); this is a substantial novelty. Some of the concepts of the Directive are defined by second-level-Directives, a legislative technique recently introduced in regulation of the European securities market. As far as market manipulations are concerned, the Directive is less successful. The definition adopted in the Directive is very complex. In author's opinion the approach contained in the Directive's Proposal was better because it combined simpler definition and long-listed exemplary list. This is especially true in regard of the Croatian securities market. Exemplary list could be educative for regulating authorities and for courts in countries with undeveloped securities market. When comparing Directive and Croatian law, one could observe that Croatian law is more stringent when defining its field of application (derivative instruments are out of scope of the LSM). Two categories of insiders from Directive are now missing in Croatian law (shareholders and criminal offenders). Issuer's authority to postpone disclosure of inside information, as envisaged by the Directive, depends on the CROSEC's permission, and it can not be voluntary. This should be amended. Listed market manipulation measures should be also redrafted in order to be in accordance with the Directive, because Croatian law is less stringent. Although domestic security market is still underdeveloped, it can be seen from the CROSEC's 2003 report that four criminal charges were processed for the market manipulation and for dissemination of false information. Therefore, there is actual need to follow new EU legislature.

Key words: market abuse, dissemination of false information, insider trading, European law, Croatian Law on Securities Market.

Zusammenfassung

MISSBRAUCHTRANSAKTIONEN AUF DEM KAPITALMARKT - NEUE EU DIREKTIVE ZU MARKTMISSBRAUCH UND KROATISCHES KAPITALMARKTRECHT

Im Artikel vergleicht die Autorin die Entscheidungen der neuen europäischen Richtlinie über Mißbrauch auf dem Kapitalmarkt mit den Bestimmungen des kroatischen Gesetzes über den Wertpapiermarkt. Es wird der durch die Richtlinie erweiterte Anwendungsbereich untersucht, denn er wird jetzt auf den „geregelten Markt“ angewandt, verbotene Transaktionen beziehen sich jetzt nicht auf Wertpapiere, sondern auf „finanzielle Instrumente“. Es wird dargelegt auf welche Art die Richtlinie die Pflicht des Wertpapierausgebers reguliert, rechtzeitig privilegierte Informationen zu veröffentlichen und die neue Möglichkeit betont, in eigener Initiative die Bekanntmachung von Informationen aufzuschieben. Es wird darauf hingewiesen, dass einige Begriffe durch Richtlinien der sog. zweiten Ebene reguliert werden, was durch die Annahme neuer legislativer Techniken im Bereich, der durch den europäischen Kapitalmarkt geregelt wird, begründet ist; wenn es sich um Marktmanipulationen handelt, hat die Richtlinie weniger Erfolg in ihrer harmonisierenden Absicht gehabt. Es wird darauf hingewiesen,

dass die durch die Richtlinie akzeptierte Definition komplex und unübersichtlich ist, d.h. weniger gelungen als die im Vorschlag der Richtlinie, die einfacher war und eine längere Liste von Beispielen für Verhalten enthielt, das als Marktmanipulation angesehen werden muss. Diese Beispiele sind besonders lehrreich für die regulierenden Körper des Kapitalmarktes. Es werden die Richtlinie und das Gesetz über den Wertpapiermarkt verglichen und festgestellt, dass keine Übereinstimmung bei der Definition dessen besteht, was als Insider betrachtet wird, da das kroatische Recht die Aktionäre nicht als (primäre) Insider betrachtet, im Text der Richtlinie dagegen ihnen auch Straftäter beigelegt sind. Es wird außerdem darauf hingewiesen, dass die neu eingeführte Befugnis des Ausgebers von Wertpapieren auf eigene Initiative die Bekanntmachung privilegierter Informationen aufzuschieben, nach dem kroatischen Recht nicht realisierbar ist, da die Erlaubnis zur Aufschiebung der Bekanntmachung bisher von einer Kommission für Wertpapiere auf Antrag des Ausgebers gegeben wird. Außer dieser Angleichung werden notwendige reaktionelle Eingriffe bei der Definition der Marktmanipulationen erwähnt, da ihre Konzeption dem Umfang nach breiter ist als in der Richtlinie.

***Schlüsselwörter:** Missbrauch des Wertpapiermarktes, Verbreitung von unwarhen Informationen, Handel mit privilegierten Informationen (Insider trading), europäisches Recht, Gesetz über den Wertpapiermarkt.*

Sommario

ABUSI NEL MERCATO DEI TITOLI – LA NUOVA DIRETTIVA EUROPEA E LA LEGGE SUL MERCATO DEI TITOLI

Nell'articolo l'autrice compara le soluzioni giuridiche della nuova Direttiva sugli abusi nel mercato dei titoli europea con le norme della Legge sul mercato dei titoli croata. Esiste una lieve modifica nel campo di applicazione della Direttiva, poiché adesso essa copre le transazioni vietate relative non solo al "mercato regolato", bensì anche agli "strumenti finanziari". Così tutti i tipi di transazioni con strumenti derivati sul mercato dei capitali e del denaro sono coperte. La Direttiva è più precisa quando regola il dovere di rivelare le informazioni privilegiate come principale misura preventiva riguardo al commercio di informazioni privilegiate. Tuttavia un emittente di titoli è autorizzato a posticipare la rivelazione delle informazioni privilegiate su base volontaria, cioè senza il consenso dell'autorità regolativa, ciò che costituisce una novità sostanziale. Alcuni dei concetti della Direttiva sono definiti attraverso delle cosiddette direttive di secondo livello, una tecnica legislativa recentemente introdotta nella regolamentazione del mercato dei titoli europeo. A proposito delle manipolazioni del mercato la Direttiva è meno performante. La definizione adottata nella Direttiva è molto complessa. Nell'opinione dell'autrice l'approccio

contenuto nella Proposta di direttiva era migliore perché combinava una più semplice definizione e una lunga lista esemplificativa. Ciò è particolarmente vero rispetto al mercato dei titoli croato. La lista esemplificativa potrebbe essere formativa per le autorità regolative e per i tribunali nei paesi con mercati dei titoli non sviluppati. Nella comparazione della Direttiva e della Legge sul mercato dei titoli, si potrebbe osservare che il diritto croato è più preciso quando definisce il suo campo di applicazione in quanto gli strumenti derivati sono fuori dal suo obiettivo. Peraltro ci sono due categorie di soggetti nella Direttiva che attualmente sono assenti nella Legge, ovvero azionisti e criminali. L'autorità dell'emittente di posticipare la rivelazione delle informazioni privilegiate, così come elaborata dalla Direttiva, dipende dalla Commissione sui titoli croata e non può essere autonoma, così che questo dovrebbe essere emendato. Anche le misure di manipolazione del mercato elencate dovrebbero essere ridisegnate per essere accordate con la Direttiva, poiché la Legge è meno rigorosa. Nonostante il mercato dei titoli domestico sia ancora sottosviluppato, può essere rilevato dal Rapporto della Commissione dell'anno 2003 che quattro accuse penali sono state perseguite per la manipolazione del mercato e la diffusione di false informazioni. Perciò esiste un bisogno attuale di seguire la nuova legislazione europea.

Parole chiave: *abuso del mercato dei titoli, diffusione di informazioni false, commercio di informazioni privilegiate (insider trading), diritto europeo, Legge sul mercato dei titoli.*

