

ИНСТИТУТ ИНСАЈДЕРСКЕ ТРГОВИНЕ У ПРАВУ СЈЕДИЊЕНИХ АМЕРИЧКИХ ДРЖАВА

Апстракт

Инсајдерска трговина постоји у ситуацијама када један правни субјект закључује правне послове са вриједносним папирима на основу посједовања информација које нијесу доступне јавности, а њихово објављивање би утицало на цијену вриједносног папира на тржишту, ради стицања профита или избјегавања губитка. Данас, у највећем броју држава, успостављање ефикасног система забране коришћења повлашћених информација представља један од главних предуслова развоја финансијског тржишта. Без обзира на напор европских земаља да прецизно дефинишу све елементе института инсајдерске трговине, за сада су изостали конкретни резултати у смањивању учесталости злоупотреба повлашћених информација. Разлог се, према мишљењу аутора, налази у немогућности да се правним нормама прецизно дефинишу сви елементи бића дјела инсајдерске трговине.

Циљ овог рада је да, кроз описивање и објашњење специфичности у приступу регулисању и санкционисању инсајдерске трговине у Сједињеним Америчким Државама, скрене пажњу на оне елементе који могу да допринесу да и у нашој земљи борба против инсајдерске трговине у будућем периоду буде ефикаснија. У раду је посебна пажња посвећена анализи случајева из судске праксе, јер према мишљењу аутора, у судским поступцима постоји простор да слободнијим тумачењем појединих елемената бића дјела инсајдерске трговине, дође до подизања ефикасности у санкционисању инсајдера.

Кључне ријечи: *инсајдерска трговина, инсајдери, инсајдерска информација, Сједињене Америчке Државе, судска пракса*

¹ Универзитет Црне Горе, Економски факултет Подгорица

1. Уводне напомене

Непостојање ефикасне забране коришћења цјеновно осјетљивих информација у трговини вриједносним папирима дуго година је једна од најзначајнијих кочница у развоју свјетског финансијског тржишта, без обзира на то што је у највећем броју земаља инсајдерска трговина кривично дјело. Америчка Комисија за хартије од вриједности (у даљем тексту: *SEC*), као једна од кључних институција на глобалном нивоу у борби против забране трговине на основу повлашћених информација, јасно износи став да је једна од њених приоритетних активности борба против инсајдерске трговине². У последњих двадесет година однос држава широм свијета према проблему инсајдерске трговине се промијенио. Умјесто регулисања правилима аутономног права, ова област се регулише најчешће законима, уз проналажење бројних механизма превенције и константно поштравање система санкционисања. На нивоу Европске уније, у периоду од непуних двадесет година, усвојене су двије директиве којима је уређена ова област. Ипак, резултати у примјени овог института у пракси не показују добре резултате. Наиме, емпиријски подаци показују да, упркос наведеним промјенама у приступу овом проблему, расте број злоупотреба повлашћених информација у протеклој деценији. Као кључни разлог за ову чињеницу, наводи се недовољно ефикасан систем санкционисања у упоредном праву.

Због специфичног приступа у регулисању, примјени, тумачењу елемената бића дјела и утврђивања одговорности инсајдера, са пуним правом се може бранити став да је амерички систем примјене овог института специфичан у свијету. Његове основне карактеристике су следеће: 1) за разлику од већине земаља у свијету, у праву Сједињених Америчких Држава (у даљем тексту: САД) постоји мали број императивних норми којима се регулише инсајдерска трговина; 2) САД има најдужу традицију у санкционисању инсајдерске трговине из које је проистекла свијест укупне јавности о штетним последицама овог института; 3) коријени санкционисања инсајдерске трговине потекли су из иницијативе заштите повријеђених имовинских интереса; 4) најразвијенија судска пракса; 5) стална еволуција у систему одговорности инсајдера која се кретала у правцу проширења

² Т.С. Newkirk, М. Robertson, "Insider Trading: A U.S. Perspective", 16th International Symposium on Economic Crime, Cambridge, 1998. године. Рад је доступан на интернет адреси: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>, 10.09.2013.

круга одговорних лица; 6) стална еволуција у систему санкционисања кроз проширивање врсте санкција; 7) проблем инсајдерске трговине је рјешаван на основу случајева из праксе; 8) снажан утицај на рјешења у осталим земљама, уз оштро залагање за сарадњу на међународном нивоу, која је често била противна правилима међународног јавног права; 9) на унутрашњем нивоу кључна улога *SEC*; 10) опирање приступу проблему инсајдерске трговине у дијелу економске јавности, које је добило међународни карактер, није промијенило приступ овом проблему; 11) широка подршка учесника на тржишту капитала и цјелокупне јавности; 12) ефикасна сарадња државних органа у рјешавању случајева инсајдерске трговине, која је често била кочница за ефикаснију примјену института у осталим земљама; 13) у рјешавању проблема инсајдерске трговине акценат је стављен на систем санкционисања; 14) примјена широког круга правних средстава приликом заштите од инсајдерске трговине; 15) успјешност у борби против инсајдерске трговине у значајној мјери је унаприједила репутацију тржишта вриједносних папира у овој земљи. Због наведених карактеристика и резултата у спречавању учесталости злоупотреба повлашћених информација у пракси, аутор сматра да је неопходно представити основне елементе система регулисања и санкционисања инсајдерске трговине у САД. Посебно због чињенице, да у Црној Гори и Србији, али и у осталим земљама у окружењу, упркос сумњама у постојање злоупотреба, судска пракса у овој области није у довољној мјери заживјела.

2. Историјски развој института

Анализа историјског развоја овог института у САД, због честих промјена, неће моћи у потпуности да објасни постојеће стање, али може да послужи приликом објашњења да су рјешења у овој области временом еволуирала кроз тражење најбољег пута за заштиту интегритета тржишта и његових учесника. У праву САД се могу разликовати три периода у развоју и функционисању инсајдерске трговине. Први период обухвата вријеме до доношења Закона о трговини вриједносним папирима из 1934. године (од сада *SEA* из 1934. године) и може се означити као период законског нерегулисања. Други период се може одредити као период од 1934. до 1961. године. Имплементација инсајдерске трговине у правни систем и одсуство примјене у пракси су двије основне карактеристике овог раздобља. Трећи период је започео након изрицања санкције у случају

Cady, Roberts & Co. Од тада је започео процес ефикасније примјене института у пракси и јачања система санкционисања инсајдера, који траје и данас.

2.1. Период законског нерегулисања инсајдерске трговине

Институт инсајдерске трговине дуго година није регулисан позитивним правом у САД. Општи правни институти надокнаде штете у парничним поступцима су се сматрали довољним правним средством заштите од инсајдерске трговине. Без обзира на наведену чињеницу, судска пракса је изразила свој став у односу на овај институт. Прецизније, став судова није био јединствен и често се услед различитих ситуација мијењао. У судској пракси САД тог времена издвојила су се три тумачења у случајевима злоупотреба повлашћених информација: *правило већине, дужност објелодањивања и правило специјалних околности.*

Правило већине. Прије 1900. године у судској пракси у САД у односу на инсајдерску трговину владао је следећи став: „теорија да су директори компаније повјереници (енгл. *trustees*) према носиоцима материјалног интереса (енгл. *stockholders*) се не односи на њихове приватне трансакције са носиоцима материјалног интереса и трећим лицима, у којима остварују предност на основу знања стеченог кроз службени положај”³. Ова теорија је сликовито названа „правило већине“ (енгл. *majority rule*) или „правило без обавезе“ (енгл. *no duty rule*). Према овом правилу, одговорност се заснивала на обичној превари, као на примјер, на давању лажних исказа или преварном скривању битних чињеница. Суд је случају *Carpenter v. Naforth* (New York Supreme Court 1868) ово правило објаснио да „одговорност произлази када оптужени каже или уради нешто да скрене или заштити, тужиоца од посматрања, постављања питања или будућих питања о пословима компаније и политици дивиденди”⁴.

Најчешћа категорија инсајдера која је у том периоду злоупотребљавала повлашћене информације били се директори

³ S. Bainbridge, *The law and economics of insider trading: A Comprehensive Primer*, 4. Рад је доступан на интернет адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=261277, 11.09.2013.

⁴ У случају *Deaderick v. Wilson* (1874) суд је изнио став да су директори слободни да под истим условима, као и сва трећа лица, купе акције од акционара, осим ако за куповину не постоји директна законска забрана. *Ibid.*, 5.

компанија, док су се акционари налазили у улози оштећене стране. Наведеним правилом инсајдерима је у том времену била дозвољена употреба повлашћених информација и остварење профита у пословима са свим носиоцима материјалних интереса.

Дужност објелодањивања. Судови у САД су брзо почели да другачије тумаче правило већине и да стварају нова правила у случајевима инсајдерске трговине. Зачеци модерног судског тумачења налазе се у пресуди у спору *Oliver v. Oliver* (45 S.E 232) из 1903. године. У тој пресуди Врховни суд Џорџије (енгл. *Georgia Supreme Court*) је увео тзв. правило „дужности објављивања” (енгл. *duty to disclose*). Након 1900. године, под утицајем ранијег правила, амерички судови су одбијали да утврде одговорност директора на основу фидуцијарне обавезе у приватним трансакцијама. Ипак, у овом случају суд је утврдио да акционари имају право на објелодањивање информација: „када директори стекну информације које акцијама дају додатну вриједност кроз обављање посла, такву информацију морају држати у повјерењу за корист акционара”. Остали судови су ускоро почели да у сличним случајевима примјењују образложење наведене пресуде. У случају *Stewart v. Haris* (N.Y 1904) суд је утврдио да акционар који је подстакнут на продају акција на основу лажног обавјештења менаџмента има право да подигне тужбу и да тражи надокнаду штете. Након установљавања овакве судске праксе директори су имали фидуцијарну обавезу да објаве материјалне нејавне информације акционарима прије трговине са њима. Дакле, у америчкој судској пракси се врло брзо модификовало правило да директори немају фидуцијарну обавезу према акционарима у приватним трансакцијама. Наведена теорија и случај *Oliver v. Oliver* се сматрају прекретницом у развоју судске праксе и утврђивању одговорности инсајдера у праву САД. Док је у енглеском праву пресудом у случају *Percival v. Wright* заустављена примјена инстутута инсајдерске трговине, у праву САД су се отворила врата за утврђивање одговорности директорима, које је касније еволуирало на остале инсајдере⁵.

Правило специјалних околности. Недуго затим, Врховни суд САД је у случају *Strong v. Repide* (213 U.S 419) из 1909. године понудио тада треће схватање одговорности приликом трговине

⁵ На примјер, у случају *Fischer v. Bulldog* (10 R.I 525), утврђена је одговорност директора који је дјеловао као агент акционара приликом продаје акције, јер је доказано да је у том поступку злоупотребио свој положај и стекао акције по знатно нижој цијени од стварне.

на основу повлашћених информација⁶. Суд је био упознат са „правилном већине“, али је у анализи наведеног случаја одбио да га слиједи. Пресудом у овом случају створено је „правило специјалних околности“ (енгл. *special circumstances rule*). Садржина правила се заснива на тези да, иако директори не посједују генералну обавезу према акционарима да објелодањују информације у приватним трансакцијама, ова обавеза може да се јави у посебним околностима. Наведени случај је идентификовао двије ситуације када се јавља ова обавеза: 1) скривање идентитета оптуженог и 2) одбијање објелодањивања значајних чињеница које могу имати битан утицај на цијену вриједносних папира. Без обзира на усвојено правило, у судској пракси се временом јавио још један проблем. Шта се дешава када акционари продају акције умјесто да их купују? Директор који купује акције послује са акционаром компаније према којем има фидуцијарну обавезу. Директор који продаје хартије од вриједности ступа у правни однос са лицем према којем не посједује никакву обавезу (још није акционар). Логичним тумачењем наведених правила, закључује се да за њихову примјену нема мјеста када директори продају акције трећим лицима. Судска пракса тог времена није понудила одговор на наведено питање. Тек неких седамдесет година касније, у судској пракси су се појавиле теорије којима се оправдавала одговорност и у наведеним случајевима.

Оваквим тумачењем судова створена је основа за даљу примјену института. Ипак, заједничка карактеристика овог времена налази се у чињеници да нијесу постојале директне забране инсајдерима да злоупотребљавају повлашћене информације. Држава се својим ауторитетом у наведеном периоду није укључивала у рјешење проблема инсајдерске трговине. То значи да је остављен простор повријеђеном улагачу да путем правила грађанског права оствари заштиту својих интереса, а да се мање посвећивала пажња заштити интегритета тржишта. Тек након тадашње финансијске кризе, и сагледавања њених узрока из различитих углова, почело је међу

⁶ У случају *Strong v. Repide* оптужени, који је био генерални директор и власник око 75% акција компаније која је посједовала земљиште на филипинским острвима, преговарао је са владом САД око продаје земљишта. Током трајања преговора предложио је другом власнику да посредством брокера прода свој удио у компанији. Идентитет новог купца мањинском власнику није био познат. Након неуспјеха политике САД у том региону, пала је цијена земљишта, а мањински власник је продао акције по десет пута мањој цијени. Судско вијеће је утврдило да тужилац не би продао акције да је знао идентитет продавца и чињенице које су му биле познате. Такође, вијеће је заузело став да се случај не може ријешити једноставном анализом односа између директора и акционара: „чињеница да је тужени био директор компаније је једна од чињеница на којима се заснива његова одговорност“. Дакле, за утврђивање одговорности, поред чињенице да постоји однос између купца и продавца, потребне су и одрђене околности које нијесу познате продавцу, а могу утицати на његову инвестициону одлуку. *Strong v. Repide*, 213 U.S 419 (1909).

креаторима економске политике да се јавља мишљење о неопходности јачег утицаја државе на рјешавање проблема инсајдерске трговине.

2.2. Федерално законодавство у САД - сазријевање свијести о потреби регулисања инсајдерске трговине

Промјене које су настале у области тржишта вриједносних папира у САД, након кризе из 1929. године, нијесу заобишле ни институт инсајдерске трговине. Покушавајући да нађу одговоре на узроке кризе и да на ефикаснији начин регулишу тржиште вриједносних папира, чланови америчког Сената су одлучили да позову на саслушање најзначајније учеснике на тржишту у том времену. Резултати саслушања били су контроверзни. Наиме, водећи представници пословне елите су у својом свједочењима пред члановима Сената (енгл. *Senate Committee on Banking and Currency*) признавали да им је била пракса трговина вриједносним папирима компанија без објављивања повлашћених информација. У Извјештају комитета Сената из 1934. године се наводи да је „злоупотреба фидуцијарних обавеза директора корпорација кроз коришћење позиције повјерења и употреба повлашћених информација које посједују због позиције, једна од најопасних дјелатности о којој су чланови упознати током саслушања“.

Током 1933. и 1934. године у САД су усвојена два закона којима је уређено функционисање тржишта вриједносних папира. Прво је 1933. године усвојен Закон о вриједносним папирима, а затим и Закон о трговини вриједносним папирима. Кроз доношење наведених закона држава је покушала да регулише област трговине вриједносним папирима и да оствари два најважнија циља: 1) да заштити инвеститоре који улажу капитал на тржишту вриједносних папира и 2) да обезбиједи висок степен повјерења у интегритет тржишта. Наведеним законима дошло је до промјене у приступу проблему инсајдерске трговине. Тако се у образложењу пресуде у често цитираном спору *SEC v. Dirks* наводи следеће: „значајна улога Закона о трговини вриједносним папирима из 1934. године је елиминација схватања да је употреба повлашћених информација у личне сврхе редован приход инсајдера“⁷.

⁷ Видјети чувени случај из судске праксе *Dirks v. SEC* (463 U.S. 646) из 1983. Случај је доступан на интернет адреси: <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/case.html>, 13.09.2013.

2.3 Случај *Cady, Roberts & Co.* и нова ера у регулисању инсајдерске трговине

Законско регулисање инсајдерске трговине у САД није донијело промјену коју су очекивали разочарани улагачи. У инвестиционој јавности је, без обзира на појединачне успјехе у споровима и афирмативан став у судској пракси према заштити права улагача, владало мишљење да се проблем инсајдерске трговине не може ријешити без јачања улоге државе. Директан повод за тада револуционарне промјене у овој области био је убрзан развој дјелатности вриједносних папира у САД. Један од правних проблема пословне праксе у периоду након Другог свјетског рата биле су дужности брокера у ситуацијама када располажу повлашћеним информацијама које су стекли обављајући функцију члана одбора директора. Наиме, у пословном свијету тог времена установљена је пракса да су брокери чланови одбора директора компанија, што је створило опасност од злоупотребе повлашћених информација⁸.

Прекретница у даљем развоју инсајдерске трговине у САД био је случај *Cady, Roberts & Co.* (The Securities and Exchange Commission, 1961 40 S.E.C 907). Због сумње да је прекршен одјељак 10 (б) SEA из 1934. године и Правило 10б-5, током 1961. године SEC је започела истрагу против брокерске компаније *Cady, Roberts & Co* и брокера који је био у њој запослен, господина Гинтела (енгл. *Robert M. Gintel*). Иницијална каписла за покретање истраге биле су сумњиве трансакције које је вршио брокер компаније и чињеница да је директор брокерске куће господин *Gowdin* дуго година био члан одбора директора компаније *Curtiss-Wright Corporation* (у даљем тексту *CWC*).

У новембру 1959. године господин *Roy T. Hurley*, у том времену предсједник одбора директора компаније *CWC*, позвао је преко 2000 представника различитих сфера друштвеног живота (медије, финансијску и пословну јавност, партнере и сл.) на јавну презентацију новог типа машине за унутрашње сагоријевање који је развијен од стране компаније. Следећег дана, 24. новембра 1959. године, у највећем броју медија појавила се информација о новом пројекту. На наведене информације је реаговало и тржиште, па су тог дана акције *CWC* биле једне од најликвиднијих на берзи у Њујорку. Између 6. и 23. новембра господин Гинтел је купио 11.000 акција *CWC*.

⁸ У Црној Гори ова пракса се установљава у протеклих неколико година. Ипак, није забиљежен ниједан спорни случај злоупотребе повлашћених информација.

Након раста цијена акција започео је њихову продају (првог дана, 24. новембра) на берзи је укупно продао 2.200 акција. На сједници одбора директора компаније (25. новембра) разматрана је одлука о подјели кварталних дивиденди. Компанија је донијела одлуку о исплати дивиденди од 6,25 долара за акције за прва три тромјесечја те године. Борд је, упркос приговорима његовог предсједника да се задржи исти износ дивиденди по акцији, одлучио да за последње тромјесечје скрати исплату дивиденди на 3,75 долара по акцији. Одмах након доношења одлуке о расподјели дивиденди, у паузи састанка одбора, господин *Gowdin* је оставио поруку у сједишту брокерске фирме, обавијестивши Гинтела да су дивиденде спуштене. Логично, након пријема информације Гинтел је извршио продају раније купљених акција. Након спроведеног поступка изречена је санкција: господин Гинтел је кажњен новчаном казном од 3.000 долара и забрањена му је трговина на берзи 20 дана⁹. Поступање регулатора у наведеном случају имало је двије последице. Прва је била краткорочна, али се тада чинило да је значајна, јер је ријешила један правни проблем. Овим случајем је утврђено да брокер - дилер и емитент вриједносних папира крше Правило 10б-5 *SEC* продајом вриједносних папира на основу необјављених информација које су добили од директора емитента који послује са брокерском фирмом. Друга последица је била значајнија. Наведени случај је отворио простор за јачање улоге регулатора у случајевима инсајдерске трговине.

3. Извори права

Извори права који регулишу област инсајдерске трговине у праву САД, су бројни. Они су следећи:

1. Закон о трговини вриједносним папирима из 1934. године;
2. Закон о инвестиционим савјетницима из 1940. године (енгл. *Investment Advisers Act*);
3. Закон о инвестиционим компанијама из 1940. године (енгл. *Investment Company Act of 1940*);
4. Закон о санкционисању инсајдерске трговине из 1984. године (енгл. *Insider Trading Sanctions Act, од сада у тексту ITSA*);
5. Закон о инсајдерској трговини и преварама са вриједносним папирима

⁹ Детаљнију анализу наведеног случаја и последице на даљи развој института инсајдерске трговине видјети: J. S Covington, Basic Law of Corporations, The John Marshall Publishing Company, 1989., 457-463.

из 1998. године (енгл. *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*);

6. Закон о рачуноводственој дјелатности из 2002. године (енгл. *Sarbanes-Oxley Act*).

Подједнако значајан извор права у овој земљи представљају и правила *SEC*. У односу на инсајдерску трговину значајна су следећа правила:

1. Правило 1065-1 (енгл. *Rule 1065-1*);
2. Правило 1065-2 (енгл. *Rule 1065-2*);
3. Правило 14e-3 (енгл. *Rule 14e-3*);
4. Правило 16 б (енгл. *Rule 16b*).

3.1. Одјељак 16 (б) SEA из 1934. године

Законско регулисање инсајдерске трговине у праву САД је започело са доношењем *SEA* из 1934. године. Посебан одјељак овог закона забрањује инсајдерима стицање профита у кратком времену (енгл. *short-swing profit*). Рјешење америчког законодавства је касније преузето или је модификовано у различите правне системе, али се нигдје успјешно не примјењује као у праву САД. Ипак, наведено правило није у потпуности обухватило елементе бића дјела. Појам инсајдерске трговине, и у дотадашњој пословној и судској пракси САД, био је знатно шири од рјешења која су садржана у наведеном правилу. Прво, овим правилом није прецизније одређен појам повлашћене информације и елементи који је чине. Друго, круг инсајдера у пракси је значајно шири од лица која су одређена у овом правилу. Треће, правило не одређује све забрањене радње инсајдерима¹⁰.

На крају, садржина наведеног правила се није промијенила до данас. За разлику од већине земаља у свијету, у америчком

¹⁰ У истраживањима функционисања тржишта вриједносних папира које је спроводила SEC током 1963. године наводи се да је основ спречавања коришћења повлашћених информација одјељак 16 б SEA из 1934. Ипак, овим документом се предлаже проширење домена примјена института инсајдерске трговине. На примјер, наводи се да је посебна опасност за злоупотребу повлашћених информација распрострањена пракса у америчком пословном свијету да брокери буду чланови одбора директора компанија, што им даје могућности да злоупотребљавају повлашћене информације за личну корист или за корист клијената. Још тада је истакнуто да је у овој области потребна јача активност регулаторних агенција кроз јачање етичких стандарда и јачања улоге регулатора у санкционисању инсајдерске трговине. Видјети: "Report of Special Study of Securities Market of the SEC", House document No. 95, 1963. године. Документ је доступан на интернет адреси: http://www.sec.gov/about/annual_report/1963.pdf, 13.09.2013.

законодавству не постоје детаљне норме којима се описују или објашњавају елементи бића дјела.

Лица која имају статус инсајдера одређена су у члану 16 (а). Закон познаје двије категорије инсајдера: акционаре (са преко 10% власништва) и лица која управљају капиталом емитента¹¹. За наведена лица постоји обавеза да попуне одговарајући документ у *SEC*, најкасније у року од десет дана од именовања¹². Такође, у случајевима пропуштања наведене обавезе, предвиђена је кривична одговорност¹³. Регистрација власништва лица која управљају капиталом емитента има двоструко дејство. Прво, на овај начин се прати трговина вриједносних папира лица која управљају емитентом и забрањује им се стицање брзопотезног профита. Друго, праћење трансакција инсајдера користе у пракси аналитичари тржишта вриједносних папира, јер се у инвестиционој јавности сматра да су трансакције инсајдера одраз стања компаније на тржишту¹⁴.

Наведена лица су обавезна да поврате емитенту профит остварен на основу куповине или продаје вриједносних папира у периоду од шест мјесеци. У преамбули члана 16 (б) наводи се да је грађанска одговорност установљена са циљем да се забрани неправична употреба информација која је стечена на основу посједовања удјела у капиталу емитента, обављања функције директора или другог руководећег лица¹⁵. У првим година примјене новог законодавства наведена норма није у потпуности заживјела, па се однос према инсајдерској трговини није промијенио у односу на ранији период. Данас, након промјена у односу према инсајдерској трговини, ригорозне провјере али и санкције које су предвиђене за обавезу пропуштања или трговине у периоду забране, имају за

¹¹ „... лица која (директно или индиректно) посједују више од 10% капитала емитента, као и директори и остала лица која управљају емитентом“, Одјељак 16 (а) SEA из 1934.

¹² Обавјештење мора да садржи податке о власништву свих вриједносних папира емитента, а у случајевима промјене неопходно је у року од 10 дана доставити податке. Видјети: Одјељак 16 (а) SEA из 1934.

¹³ Дакле, већ од 1934. године у праву САД је установљена законска обавеза регистрације власништва лица која управљају капиталом емитента. Овај тренд је у европско законодавство дошао касно, тек са Директивом о злоупотреби тржишта. Видјети: T. L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, West Group, ST. Paul, Minn. 2003., 623.

¹⁴ Видјети детаљније: S. M. Tinic, R. West, *Investing in Securities: An efficient markets approach*, Addison - Wesley Publishing Company, Reading, MA, 1979., 105-148, T.L Hazen, 629.

¹⁵ „...for the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director or officer by reason of his relationship to the issuer“. Видјети: Одјељак 16 (б) SEA из 1934.

последицу да је прва помисао већине директора америчких компанија регистрација власништва у *SEC*.

Активно легитимисана лица за подизање тужбе у наведеном случају су емитент или акционар који подиже деривативну тужбу у име емитента. Акционар има право на подизање тужбе ако емитент не покрене поступак у року од шест дана од захтјева акционара. Ипак, право на подизање тужби, без обзира на активну легитимацију тужиоца, застаријева у року од двије године од оствареног профита. Професор *Hazen* сматра да се у овом случају ради о посебном (*sui generis*) случају деривативне тужбе¹⁶. У судским поступцима у наведеним случајевима постоји искључива надлежност федералног судства. И наведено рјешење говори о односу државе према проблему инсајдерске трговине у том времену. Правила која је раније успоставила судска пракса преточена су у законске норме, али се однос државе није промијенио. Прецизније, према наведеном правилу регулатор тржишта није имао право на покретање поступка, већ само оштећена лица.

3.2. Правило 10б-5 SEC

Једна од специфичности института инсајдерске трговине у праву САД налази се у чињеници да се његова примјена у пракси развила из правила која је донио регулатор тржишта. Правни основ за доношења правила, које ће промијенити однос државе према инсајдерској трговини, налазио се у одјелјку 10 (б) SEA из 1934. године. Закон је дао регулатору тржишта овлашћења да усваја правила у различитим областима када постоји сумња да је угрожен интегритет тржишта вриједносних папира или ради заштите интереса инвеститора¹⁷. Правилем 10б-5 *SEC*, забрањује се било ком лицу коришћење манипулативних и недозвољених радњи у пословима са вриједносним папирима. Постоје три недозвољене радње: 1) употреба било којег плана, шеме или лукавства за превару; 2) пружање лажног исказа о значајним чињеницама и 3) обављање било које радње преваре према другом лицу у оквиру редовних дјелатности која је везана за куповину или продају вриједносних папира.

¹⁶ T.L. Hazen, 629.

¹⁷ Одјелјак 10 (б) SEA из 1934. године.

Наведено правило се поистовјећује са борбом против инсајдерске трговине у САД. Разлог је једноставан. Његовом примјеном и широким тумачењем створен је правни основ за мијешање регулатора тржишта у случајеве инсајдерске трговине и највећи број случајева је ријешен позивањем на овај правни акт. До тада, право подизања тужбе имала је искључиво оштећена страна. Интересантно је напоменути да садржина правила није конципирана да би се спријечила инсајдерска трговина, тако да је прошло двадесет година од његовог усвајања до примјене у случајевима инсајдерске трговине¹⁸. Са правног становишта се издавајају двије предности у односи на раније рјешење. Прво, наведено правило се примјењује на сва лица и није ограничено на емитенте који се регуструју код *SEC*. Друго, у улози тужиоца може да се нађе регулатор тржишта¹⁹.

3.3. Правило 14е-3 SEC

Поступак преузимања акционарских друштава је у свим раздобљима развоја представљао погодно тло за злоупотребу повлашћених информација. У праву САД, поступак преузимања акционарских друштава први пут је законски регулисан 1968. године, путем Вилијамсовог закона (енгл. *Williams Act*)²⁰. Један од циљева наведеног закона било је и спречавање манипулација у поступку преузимања.

Детаљнија правила о забрани манипулација у поступку преузимања усвојена су од стране *SEC*. Инсајдерска трговина у поступцима преузимања у праву САД регулисана је Правилем 14е-3. Ово правило има ограничену примјену, јер се односи на забрану злоупотребе повлашћених информација приликом достављања понуде за преузимање. Особа која стекне материјалну повјерљиву информацију у односу на јавну понуду директно или индиректно од понуђача, циљне компаније или посредника не смије трговати нити

¹⁸ Правило 10б-5 је усвојено 1942. године, док је у случајевима инсајдерске трговине први пут употребљено 1961. године.

¹⁹ У судској пракси је у почетку било спорно постоји ли право приватног тужиоца на подизање тужбе на основу кршења наведеног правила. Након неколико година, у судској пракси је дозвољена могућност да приватни тужилац подигне тужбу на основу наведеног правила.

²⁰ „Преузимање се није посматрало као институт, већ су се на њега примењивала општа правила компанијског права“. В. Радовић, Мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2008., 134.

препоручивати трговину прије одговарајућег јавног објављивања такве информације²¹.

4. Судска пракса у САД

У борби против инсајдерске трговине у САД значајно мјесто заузима и судска пракса. Без обзира на чињеницу што су амерички судови релативно рано дали своја тумачења у случајевима злоупотреба повлашћених информација, период након случаја *Cady, Roberts & Co.* донио је судовима бројне изазове. Прво, развој тржишта вриједносних папира створио је нове правне проблеме, па су старе теорије одговорности на основу фидуцијарне обавезе инсајдера у одређеним случајевима постале неодрживе. Друго, било је потребно тумачити императивне норме које су створене након 1934. године у сложеним случајевима злоупотребе повлашћених информација. Амерички судови су успјешно ријешили наведене проблеме. На основу тужби, које је најчешће иницирала *SEC*, судови су стварали нове теорије, путем којих је утврђивана одговорност, а широка тумачења императивних норми временом су у судској пракси прецизно одредила елементе бића дјела. Поред наведене теорије фидуцијарне обавезе у судској пракси су се јавиле и друге теорије о одговорности инсајдера: теорија о једнакости у информацијама, теорија једнакости у приступу информацијама и теорија злоупотребе права.

²¹ Поједини правни критичари система инсајдерске трговине у праву САД често наводе да један исти случај, зависно којом се нормом тумачи, може да доведе до дијаметрално супротних рјешења. Ова нелогичност се дешава када се јавља конкуренција у примјени Правила 10 (б) и Правила 14 е-3 *SEC*. На примјер, у случају *Switzer (SEC v. Switzer, 590 F. Supp 756 из 1984. године)*, није утврђена одговорност за одавања информације. Исход судског спора би био другачији да је планирана трансакција на основу чијег знања је стечен профит била институт понуде за преузимање (у том случају би се примјењивало правило 14 е-3). *Switzer* би примјеном правила 14е-3 био одговоран за злоупотребу повлашћених информација. Ова недоследност је посебно интересантна и у случају *Chestman (United States v. Chestman, 947 F.2d 551 из 1990. године)*, који је укључивао и кривичну санкцију. *Chestman* је ослобођен одговорности на основу Правила 10-б, јер лице које му је пренијело информацију није прекршило фидуцијарну обавезу давањем информације о предстојећој јавној понуди. Ипак, утврђена је кривична одговорност на основу правила 14е-3, јер је посједујући повлашћене информације о јавној понуди (које је примио од извора компаније), трговао вриједносним папирима. У овом случају као и у претходном избјегнута је одговорност према једном правилу, док је због структуре друге трансакције (понуда за преузимање) установљена одговорност на основу другог правила. Видјети детаљније о наведеној критици: *M. Steinberg, "Insider Trading - A Comparative Perspective", 37 International Lawyer, 2003., 12-15.*

4.1. Теорија једнакости у приступу информацијама

Према теорији једнакости у приступу информацијама (енгл. *equality of access to information*), одговорност у случајевима инсајдерске трговине постоји увијек када једна страна, посједујући повлашћене информације на основу свог привилегованог положаја који даје приступ информацијама прије осталих улагача без објелодањивања, изврши било коју радњу са вриједносним папирима. Сви учесници на тржишту би требало да буду изложени једнаком тржишном ризику и да имају могућност једнаког приступа информацијама. Наведена теорија је створена у познатом судском спору *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*²². Основа наведене теорије налази се у разлозима за доношење федералног законодавства у САД - омогућавање инвеститорима да имају једнак приступ значајним необјелодањеним информацијама²³. У случају *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, суд је образлажући пресуду навео да Правило 10 б-5 *SEC* захтијева од сваког инсајдера који посједује повлашћену информацију да је објелодани прије трговине вриједносним папирима или да се уздржи од трговине до јавног објелодањивања информације. На овај начин је створено правило: „објави или се уздржи“ (енгл. *disclose or abstain rule*). Ако је објелодањивање немогуће или неприкладно, инсајдер се мора уздржати од трговине. Тужилац на основу правила 10-б мора да докаже да је кршење правила изазвало његов губитак. Теоретски, наведено значи да се ослонио на лажан извјештај или уздржавање од објелодањивања²⁴. Након овог случаја, постало је јасно да кршење фидуцијарне обавезе није једини основ одговорности инсајдера у случајевима злоупотребе повлашћених информација. Чињеница да одређене категорије лица због свог положаја или природе посла стичу неправичну предност у односу на остале учеснике на тржишту, чини их одговорним за инсајдерску трговину.

²² United States Court of Appeals, 2nd Circuit, 1968, 401 F.2d 833.

²³ S. M. Bainbridge, "Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition", 52 Washington & Lee Law Review, Lexington, Virginia, 1995., 1228-1340.

²⁴ У случајевима пропуштања објелодањивања „ослањање на доказивање тужиоца да је претрпио губитак није основ за добијање пресуде о надокнади. Наиме, потребно је доказати да су чињенице које нијесу објелодањене тужиоцу имале статус материјалних у смислу да би их разуман инвеститор узео у обзир приликом доношења одлуке о инвестирању“. Видјети случај: *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S 128, 1972.

4.2. Теорија једнакости у информацијама

Током времена пословна пракса је судовима створила још један правни проблем који постојеће теорије о одговорности нијесу могле да ријеше. Да ли је одговорна, у складу са правилом о забрани трговине на основу повлашћених информација, особа која до повјерљивих података дође из документације компаније, и то на начин да јој документе није на располагање ставио инсајдер, и на крају, на основу таквих информација оствари имовинску корист? У судској пракси САД случај *Chiarella v. United States* је дао одговор на претходно питање²⁵. *Chiarella* је био запослен у компанији *Pandick Press* која се бавила штампањем финансијских докумената различитим клијентима током 1975. и 1976. године. Међу материјалима за штампање у том периоду нашло се и пет понуда за преузимање компанија. У моменту достављања понуда на штампање имена компаније која шаље понуду и циљне компаније нијесу била наведена, већ су се достављала у ноћи штампања последње верзије. *Chiarella* је успио да изведе закључак о којим компанијама се ради на основу осталих информација које су садржане у достављеним документима. Без објављивања свог сазнања, извршио је куповину акција циљних компанија, а затим продао акције одмах након што је понуда за преузимање јавно објављена. На овај начин је остварио профит од 30.000 долара. Овај спор је имао неколико специфичности. Прво, правило о забрани употребе повлашћене информације није прекршио инсајдер, нити је лице које је злоупотребило информацију до ње дошло од инсајдера²⁶. Специфична је и сама информација која је искоришћена за стицање профита, јер се није тицала зараде или текућих операција одређеног емитента, већ само планова за преузимање другог емитента. Према тумачењу створеном у ранијим случајевима, оптужени није одговоран, јер није постојала његова обавеза да објави наведену информацију. Овакво тумачење судско вијеће није прихватило, већ је заузело став да оптужени има обавезу објављивања информација према свим учесницима на тржишту. Апелациони суд је потврдио наведену аргументацију наводећи: „...да свако лице, без обзира на то да ли се ради о корпоративном инсајдеру или неком трећем лицу, које прими материјалне необјављене информације, исте не може користити у трговини хартијама од

²⁵ *Chiarella v. United States*, United States Supreme Court, 445 U.S 222, 1979.

²⁶ Прецизније, наведена лица се до тада у пословној и судској пракси нијесу јављала као особе које злоупотребљавају инсајдерске информације.

вриједности без њиховог објављивања.“ На овај начин у судској пракси је створена нова теорија о одговорности инсајдера – теорија једнакости у информацијама (енгл. *equality of information*).

Прва теорија се заснива на ставу да особе, као инсајдери, које дођу до необјављене информације као резултат своје привилеговане позиције који им даје специфичан приступ информацији, не смију стварати профит на основу такве информације. Друга теорија се заснива на ширем тумачењу, јер на основу ње оптужени може бити одговоран ако је трговина извршена на основу повлашћених информација за које је продавац знао (или имао разлог да зна) да нијесу јавно објављене, без обзира на извор информације или однос оптуженог са компанијом²⁷.

4.3. Теорија злоупотребе права и случај O’Hagan

Теорија „злоупотребе права“ (енгл. *misappropriation theory*) заснива се на ставу да одговорност инсајдера за злоупотребу повлашћених информација настаје кршењем дужности које има према извору информације. Необјелодањивањем информације, односно коришћењем информације која припада принципалу ради куповине или продаје вриједносних папира, инсајдер онемогућава његово право да искључиво користи информацију чији је власник. У образложењима пресуда у случајевима примјене ове теорије наводи се да је њен циљ да заштити интегритет тржишта вриједносних папира од злоупотреба од стране лица ван компаније (*outsiders*), која имају приступ необјелодањеним материјалним информацијама, али која не посједују фидуцијарну или неку другу обавезу према емитенту и његовим акционарима. Одговорност инсајдера се заснива на кршењу (злоупотреби) дужности повјерења коју је имао према извору информације.

Случај O’Hagan. Наведена теорија је први пут установљена у случају *O’Hagan*²⁸. Овај случај се често користи приликом објашњења различитих тумачења и могућности примјене одјелка 10 (5) и 14 (e) *SEA* из 1934. године и одговарајућих правила које је *SEC* на основу њих донијела. Током судског поступка у овом спору јавила су се два правна проблема која до тада нијесу постојала у судској пракси:

²⁷ О примјени наведене теорије у САД и њеном утицају на остале земље детаљније видјети: D. Langevoort, “Fraud and Insider Trading in American Securities Regulation: Its Scope and Philosophy in a Global Marketplace”, 16 *Hastings International & Comparative Law Review*, San Francisco, 1993.

²⁸ *United States v. O’Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

1) да ли је лице које тргује вриједносним папирима ради стицања сопственог профита, злоупотребљавајући фидуцијарну обавезу према извору информације, прекршило Правило 10 б-5 SEC? 2) Да ли је SEC проширила своја овлашћења усвајањем Правила 14е-3 и у случајевима одсуства дужности објелодањивања информација.

Господин *O'Hagan (James Herman O'Hagan)* је радио као партнер у адвокатској канцеларији *Dorsey & Whitney* у Минеаполису. У јуну 1998. године адвокатска канцеларија је добила новог клијента-*Grand Metropolitan Plc.* (у даљем тексту *GM*), компанију чије је сједиште било у Лондону. Дужност адвокатске канцеларије била је пружање савјетодавних услуга у вези са преузимањем *Pillsbury Company*, компаније чије је сједиште било у Минеаполису. Иако господин *O'Hagan* није директно учествовао у овом случају, након сазнања о намјерама новог клијента канцеларије, започео је трговину вриједносним папирима компаније која ће бити предмет преузимања (*Pillsbury Company*). Наиме, према доказном материјалу који је презентирао у судском поступку, он је 18. августа купио куповне опције (енгл. *call options*) циљне компаније (свака опција му је дала право на куповину 100 акција до одређеног дана у септембру). Његова активност стицања вриједносних папира се завршила тако што је имао 2.500 неискоришћених опција, више од било ког индивидуалног инвеститора. Такође, у септембру је купио 5.000 акција по цијени од 39 долара по акцији. Након јавног објелодањивања понуде за преузимање, цијена акције *Pillsbury Company* је нагло скочила, што је господину *O'Haganu* дало могућност да продајом оствари профит од 4.3 милиона долара. SEC је иницирала истрагу која је окончана подизањем тужбе. Господин О'Хаган је првостепеном пресудом осуђен на 41 мјесец затвора, због кршења правила о забрани злоупотребе повлашћених информација у трговини вриједносним папирима. Ипак, вијеће другостепеног суда је укинуло пресуду²⁹. Врховни суд је потврдио пресуду првостепеног суда, па је и формално правно усвојена тада нова теорија у утврђивању одговорности „теорија злоупотребе права“³⁰

²⁹ О пресудама судова наведеном спору видјети детаљније: А. С. Pritchard, "United States v. O'Hagan: Agency Law And Justice Powell's Legacy For The Law Of Insider Trading", 78 Boston University Law Review, Boston, 1998.

³⁰ Поред препрека које су се налазиле у тешкоћи доказивања одговорности, додатни проблем је била и одлична одбрана адвокатског тима оптуженог. Наиме, у судском поступку, господин О'Хаган је упорно негирао да је злоупотребљавао информације, образлажући да је подстакнут на трговину на основу гласина које су се налазиле у средствима информисања.

Судско вијеће је морало да „створи“ нову теорију тумачећи имепративне норме. Господин *O'Hagan* није био класични инсајдер циљне компаније. Према традиционалној (класичној) теорији одговорности за инсајдерску трговину, претпоставља се да инсајдер крши обавезе када тргује вриједносним папирима емитентима на основу необјелодањених материјалних информација. Трговина је недозвољена због постојања односа повјерења између акционара емитента и инсајдера који су стекли информацију на основу свог положаја у емитенту³¹. Овакав однос ствара обавезу објелодањивања информације или уздржавања од трговине вриједносним папирима инсајдерима због потребе заштите неинформисаних акционара. Пресудом у овом спору створена је нова теорија која се не примјењује само на директоре и остале инсајдере већ и на адвокате, консултанте и остала лица која привремено имају фидуцијарну или неку другу обавезу повјерења према емитенту.³² Професор *Bainbridge* објашњава да су класичне и нове теорије о одговорности инсајдера комплементарне. Традиционална теорија акценат ставља на кршење обавезе према акционару са којим инсајдер тргује, док се нове теорије заснивају на кршењу обавезе према извору информације. Нове теорије су настале ширим тумачењем правила фидуцијарне обавезе које је захтијевао развој индустрије вриједносних папира.³³

³¹ “...a relationship of trust and confidence (exists) between the shareholders of a corporation and those insiders who obtained confidential informations by reason of their position with that corporation”, из образложења пресуде у спору: *Chiarella v. United States*, 445 U.S 222, 1980.

³² Критичари наведене теорије наводе да је њен крајњи лимит био случај *Foster Winans-a* 791 F.2d 1024 (2d Cir. 1986); 484 U.S. 19 (1987) репортера *Wall Street Journala*. Господин *Winans* је писао колумне чија садржина су били инвестициони савјети. Након одређеног времена је примијетио да његова колумна изазива кретање цијена акција. Одређеном броју лица је почео да говори шта ће написати у колумни прије њеног објављивања, у замјену за уговор којим су се обавезали да ће трговати а затим профит подијелити са њим. Новине су имале правило којим је такво понашање забрањено, тако да је нижи суд утврдио да је *Winans* прекршио правило фидуцијарне обавезе према свом послодавцу. Овај случај је био специфичан јер *Winans* није добијао материјалне, необјављене информације од компанија о којима је писао. Све што је знао било је садржано у његовим колумнама; он је дошао до профита кориштењем ценовно осјетљивих информација које је сам креирао. Видјети: *William A. Klein and John C. Coffee, Jr., Business Organization and Finance*, Foundation Press, New York, 1988., 153-156.

³³ О наведеним теоријама и најзначајним случајевима из судске праксе САД видјети детаљније: *Stephen M. Bainbridge, “The Iconic Insider Trading Cases”, UCLA School of Law, Research Paper No. 08-05, Los Angeles, 2008*. Рад је доступан на интернет адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1097744, 11.09.2013.

5. Закључна разматрања

Од првих случајева инсајдерске трговине почетком двадесетог вијека до најнових инсајдерских скандала, којима регулатор америчког тржишта вриједносних папира потврђује своју одлучност у намјери заштите интегритета тржишта, десиле су се револуционарне промјене. Период од сто година је вријеме у којем се мијењају и усавршавају многи правни институти, али је мало који правни институт доживио толико промјена и изазвао пажњу америчке јавности као инсајдерска трговина. Након анализе еволуције института инсајдерске трговине у упоредном праву, са значајним бројем аргумената се може бранити став да је правни систем САД најзаслужнији за чињеницу да је заштита од злоупотребе повлашћених информација на почетку 21. вијека један од кључних задатака у унапређењу функционисања финансијског тржишта на глобалном плану. Управо је притисак најмоћније земље свијета, према мишљењу бројних стручњака, утицао на ширење овог института на глобалном нивоу.

Систему заштите од злоупотребе поверљивих информација у САД се могу, са правом, упутити одређене замјерке. Ипак, постоји општа сагласност да је овај систем најефикаснији у пракси. Системи који се заснивају на потпуној законској регулативи (и предвиђају стриктна правила) су садржајни у оној мјери колико се примјењују у пракси. Ефикасно особље у регулаторним агенцијама, постојање ресурса уз ефикасно функционисање механизма контроле уз обезбијеђену подршку судске праксе и константу еволуцију система санкционисања у САД дјелује застрашујуће на потенцијалне инсајдере. Због свега наведеног, аутор сматра да је један од могућих начина за смањење учесталости злоупотребе инсајдерских информација у Европској унији и земљама у окружењу, преузимање позитивних искустава из САД у примјени овог института и њихово прилагођавање специфичностима појединих правних система.

Mijat Jocović, Ph.D

assistant professor

University of Montenegro, Faculty of Economics Podgorica

INSIDER TRADING INSTITUTE IN THE UNITED STATES LAW

Summary

Insider trading exists in situations where a single legal entity concludes legal affairs with securities on the basis of having information which is not available to the public, so its disclosure would affect the price of securities in the market, in order to make profit or avoid loss. Today, in most countries, the establishment of an efficient system of prohibition of the use of privileged information is one of the main prerequisites for the development of financial markets. Notwithstanding the efforts of European countries to precisely define all the elements of insider trading institute, for now there was no concrete results in reducing the incidence of misuse of privileged information. According to the author, the reason is the inability to precisely define the legal norms of all elements of the insider trading.

The aim of this paper is to describe and explain the specifics of access regulation and sanctioning insider trading in the U.S., drawing attention to those elements that can contribute to our country to fight against insider trading more efficiently in the future. The paper pays special attention to the analysis of judicial practice, because according to the authors, in court proceedings there is a space for raising the efficiency of the sanctioning insider trading by liberal interpretation of certain elements of the insider trading offense.

Keywords: insider trading, insiders, insider information, United States, judicial practice.