

TRŽIŠNE MANIPULACIJE I INSAJDERSKE INFORMACIJE U PRAVNOJ REGULATIVI EVROPSKE UNIJE

Ivana Brkić¹, Maja Kovačević², Jovana Gardašević³, Radivoj Prodanović⁴, Sandra Brkanlić⁵

¹Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Srbija

¹ivana.j.milosevic@fimek.edu.rs, ² majaskovacevic5@gmail.com, ³j.gardasevic@fimek.edu.rs, ⁴rprodanovic@fimek.edu.rs, ⁵sbrkanlic@gmail.com

Kratik sadržaj: Rad analizira pravnu regulativu Evropske unije (EU) u vezi sa tržišnim manipulacijama i insajderskim informacijama. Proučava se razvoj pravnog okvira od usvajanja Direktive 89/592/EEC, poznate kao Insider Dealing Direktiva, do najnovije Direktive 2014/57/EU koja je stupila na snagu 2014. godine. Fokus je na mehanizmima sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba kako bi se očuvala integritet finansijskih tržišta u EU i povećala zaštita investitora. Rad takođe istražuje promene u pristupu regulaciji insajderskih informacija i manipulacijama tržištem, nudeći uvid u evoluciju pravne regulative u skladu s ubrzanim razvojem finansijskih tržišta. Kroz analizu relevantnih direktiva, rad pruža dublje razumevanje kako EU reguliše ova pitanja i osigurava jednak tretman učesnika na tržištima hartija od vrednosti.

Ključne reči: zloupotreba tržišta, insajderske informacije, tržišna manipulacija, tržišne strukture, pravna regulativa, Evropska unija

MARKET MANIPULATIONS AND INSIDER INFORMATION IN THE LEGAL REGULATION OF THE EUROPEAN UNION

Abstract: The paper analyzes the legal regulations of the European Union (EU) regarding market manipulation and insider information. The development of the legal framework from the adoption of Directive 89/592/EEC, known as the Insider Dealing Directive, to the latest Directive 2014/57/EU, which entered into force in 2014, is studied. The focus is on mechanisms for preventing and sanctioning market abuses in order to preserve the integrity of financial markets in the EU and increase investor protection. The paper also explores changes in the approach to the regulation of insider information and market manipulation, offering insight into the evolution of legal regulation in accordance with the accelerated development of financial markets. Through the analysis of the relevant directives, the paper provides a deeper understanding of how the EU regulates these issues and ensures equal treatment of participants in the securities markets.

Key Words: market abuse, insider information, market manipulation, market structures, legal regulation, European Union

1. UVOD

Manipulacija podrazumeva aktivnost gde jedna ili više osoba na (i)legalan način podiže ili spušta cenu robe, dok su konkretno na finansijskim tržištima (berzama), predmet manipulacije, odnosno veštačkog podizanja ili obaranja cena – akcije (Raičević & Kovačević, 2013). Osobe koje čine ove aktivnosti nazivaju se manipulatori, a navedenim radnjama stiču direktne ili indirektno finansijske koristi, tako što upravljaju pohlepom i strahom javnosti, na način da u slučaju rasta cena akcija, investitori (vođeni pohlepom) žele da prisvoje što veći broj akcija očekujući njen dalji rast, dok u slučaju pada cena akcija na berzama, tržišni akteri žele što pre da prodaju sporne akcije štiteći na taj sebe od još većih gubitaka u budućnosti. Insajderske informacije u ovim postupcima mogu da posluže kao (nedozvoljeno) sredstvo kako bi se ostvarila finansijska prednost ili izbegao gubitak.

Jedan od načina je fiktivna prodaja hartija od vrednosti (Bajraktarević, 2010), bez stvarne promene vlasništva, gde insajder u dosluhu sa kupcem vrši simultanu trgovinu po ceni iznad aktuelne tržišne, stvarajući iluziju o rastu vrednosti akcija i mameći na taj način investitore da ulažu u njih kupujući ih po višoj ceni od realne. Isti efekti privida povećanog inteziteta trgovine određenim akcijama postiže se suprotnim naložima, kao obliku manipulacije, pri čemu investitor daje nalog različitim brokerima da vrše kupovinu i prodaju iste akcije i time utiču na formiranje (rast) cene koja ne odgovara stvarnoj. Glasine o dobrim poslovnim rezultatima preduzeća mogu da podignu cenu određene akcije i naprave dobit njihovim imalcima koji imaju želju da ih prodaju (Jandrić, 2019). Suprotno, u cilju spuštanja cene akcije, glasine o negativnim poslovnim potezima kompanije mogu da utiču na pad cena njihovih akcija. Pul predstavlja oragnizovanje učesnika na tržištu u cilju ostvarivanja profita. Primer jednog takvog delovanja tzv. pula je okupljanje krupnih vlasnika radi otkupljivanja akcija od sitnijih akcionara (čime se izaziva rast tražnje i

podigne cena akcija), što stimuliše ostatak tržišta da kupuju (preostale) akcije u isčekivanju daljeg rasta cena. U momentu dostizanja targetiranog nivo cena od strane pula, takvo "udruženje" se oslobađa dela akcija čime obara cenu te ih ponovo kupuje i plasira glasine o povoljnim kretanjima ne bi li izazvali novi rast cena. Dostignutim ciljom i konačnom prodajom akcija, pul ostvaruje profit, izlazi sa tržišta, a cene na tržištu doživljavaju vratolomni pad. Korner podrazumeva formiranje monopola nad nekim akcijama, tako da drugi investitori mogu vršiti kupovinu isključivo od jednog vlasnika po naravno visokoj ceni.

Sve objašnjene metode manipulacije na finansijskim tržištima po pravilu su zabranjene.

2. ZABRANA ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA – ZAKONSKA REGULATIVA EVROPSKE UNIJE

Evropske zemlje su prvi put pravno regulisale zloupotrebu insajderskih informacija, poznatu kao "Insider dealing", 1989. godine usvajanjem Direktive 89/592/EEC, poznate kao *Insider Dealing Direktiva* (IDD). Ova direktiva je postavila osnove za suzbijanje zloupotrebe na evropskom tržištu hartija od vrednosti. Međutim, s obzirom na ubrzani razvoj finansijskih tržišta, postalo je jasno da IDD više nije bila adekvatna za nove izazove. Stoga je 2003. godine usvojena nova direktiva Direktiva 2003/6/EZ koja je regulisala područje trgovine na osnovu insajderskih informacija i manipulacije tržištem. U okviru Evropske unije, trenutni mehanizmi sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba oslanjaju se na Direktivu 2014/57/EU Evropskog parlamenta i Saveta Evropske unije, koja je stupila na snagu 16. aprila 2014. godine. Ova direktiva se odnosi na krivične sankcije za zloupotrebu tržišta, uključujući trgovanje na osnovu insajderskih informacija, nezakonito objavljivanje insajderskih informacija i manipulaciju tržištem. Cilj je osigurati integritet finansijskih tržišta u Evropskoj uniji i povećati zaštitu investitora i poverenje u tržišta.

3. REGULISANJE TRGOVINE NA OSNOVU INSAJDESKIH INFORMACIJA U EVROPSKOM ZAKONODAVSTVU

Član 3. Direktive 2014/57/EU posvećen je uređenju trgovine na temelju insajderskih informacija, preporukama ili podsticanju druge osobe da trguje na temelju insajderskih informacija. Najvažnije odredbe ovog člana glase:

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da trgovina na osnovu insajderskih informacija, preporuke ili podsticanje druge osobe da trguje na osnovu insajderskih informacija predstavljaju krivična dela makar u ozbiljnim slučajevima i kada su izvršena namerno.

2. Do trgovine insajderskim informacijama (engl. *insider dealing*) dolazi kada neka osoba poseduje insajderske informacije i koristi te informacije, direktno ili indirektno, za svoj račun ili za račun treće osobe, za sticanje ili oduzimanje finansijskog instrumenta na koji se ta informacija odnosi.

3. Ovaj član se odnosi na bilo koje lice koje poseduje insajderske informacije kao rezultat:

(a) član je u administrativnim, upravnim ili nadzornim telima izdavaoca ili učesnika na tržištu emisionih jedinica;

(b) posedovanje udela u kapitalu izdavaoca ili učesnika na tržištu emisionih jedinica;

(c) ima pristup informacijama tokom obavljanja posla, profesije ili dužnosti; ili

(d) sudeluje u kriminalnim aktivnostima.

Ovaj član primenjuje se i na svaku osobu koja je do insajderskih informacija došla pod okolnostima koje se razlikuju od onih iz prvog podstavu a kada je ta osoba svesna da je reč o insajderskim informacijama.

4. Korišćenje insajderskih informacija za otkazivanje ili izmenu naloga u vezi s finansijskim instrumentom na koji se ta informacija odnosi, kad je nalog stavljen pre nego što je zainteresovano lice posedovalo insajderske informacije, takođe se smatra trgovinom na osnovu insajderskih informacija.

5. U vezi sa aukcijama emisijskih dozvola ili drugih proizvoda na aukciji koji se na njima temelje, a koji se vode na osnovu Uredbe (EU) br. 1031/2010, korišćenje insajderskih informacija iz stavka 4. ovog članka obuhvata podnošenje, izmenu ili povlačenje ponude za kupovinu od strane osobe za svoj račun ili za račun treće strane.

6. Preporuka da drugo lice trguje insajderskim informacijama ili podstiče drugo lice da trguje insajderskim informacijama, javlja se tamo gde osoba poseduje insajderske informacije i:

(a) na osnovu tih informacija preporučuje da drugo lice stekne ili se oslobodi finansijskih instrumenta na koje se te informacije odnose, ili ga podstakne da izvrši takvo sticanje ili oslobađanje; ili

(b) na osnovu tih informacija preporučuje da druga osoba otkáže ili izmeni nalog u vezi s finansijskim instrumentom na koji se ta informacija odnosi, ili podstiče tu osobu na takvo otkazivanje ili izmenu.

7. Upotreba preporuka ili podsticaja navedenih u stavu 6 predstavlja poslovanje trgovanje na osnovu insajderskih informacija ako osoba koja koristi preporuku ili podsticaje zna da se one zasnivaju na insajderskim informacijama.

8. Sama činjenica da lice poseduje ili je posedovalo insajderske informacije ne podrazumeva da je to lice skoristilo te informacije i da je stoga trgovalo na osnovu insajderskih informacija na osnovi nekog stekne ili oslobađanja finansijskih instrumenata, kada se njeno ponašanje kvalifikuje kao legitimno prema članu 9 Uredbe (EU) br. 596/2014.

Nezakonito objavljivanje insajderskih informacija regulisano je članom 4. Direktive 2014/57/EU.

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da nezakonito objavljivanje insajderskih informacija kako je navedeno u stavkama od 2. do 5. predstavlja krivično delo barem u ozbiljnim slučajevima i kada je počinjeno s namerom.

2. Nezakonito objavljivanje insajderskih informacija se javlja kada lice poseduje insajderske informacije i otkriva te informacije bilo kojoj drugoj osobi, osim kada je to objavljivanje deo uobičajenog obavljanja posla, profesije ili dužnosti, uključujući i kada se to objavljivanje može okvalifikovati kao istraživanje tržišta u skladu s članom 11 (1) do (8) Uredbe (EU) br. 596/2014.

3. Ovaj član se odnosi na bilo koje lice u situacijama ili okolnostima iz člana 3 (3).

4. Dalje objavljivanje preporuka ili podsticaja iz člana 3 (6) predstavlja nezakonito objavljivanje insajderskih informacija prema ovom članu kada je lice koje objavljuje preporuku ili podsticaje svesno da se to temelji na insajderskim informacijama.

4. REGULISANJE MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU U EVROPSKOM ZAKONODAVSTVU

Manipulacije na tržištu regulisane su članom 5. Direktive 2014/57/EU i to na sledeći način.

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da tržišna manipulacija predstavlja krivično delo, makar u ozbiljnim slučajevima i kada je kada je počinjeno s namerom.

2. Za potrebe ove Direktive manipulacija tržištem obuhvaća sledeće aktivnosti:

(a) izvršavanje transakcije, davanje naloga za trgovinu ili bilo koji drugi postupak kojim se:

i. daju neistiniti ili obmanjujući signal u pogledu ponude, potražnje ili cene finansijskog instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu; ili |

ii. obezbeđuje cenu jednog ili nekoliko finansijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu održava na neuobičajenom ili veštačkom nivou;

osim ako su razlozi zbog kojih je osoba koja je izvršila transakciju ili dala nalog za trgovanje legitimni, a ta je transakcija ili nalog za trgovanje u skladu s prihvaćenom tržišnom praksom u dotičnom mestu trgovanja;

(b) izvršavanje transakcije, davanje naloga za trgovanje ili bilo koja druga aktivnost ili postupak koji utiču na cenu jednog ili nekoliko finansijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu u kojima se upotrebljavaju fiktivni postupci ili bilo koji drugi oblik obmane ili prevare;

(c) širenje informacija preko medija, uključujući internet, ili bilo kojim drugim sredstvom, čime se daju neistiniti ili obmanjujući signali u pogledu ponude, potražnje ili cene finansijskog instrumenta ili povezanog promptnog ugovora za robu ili održava cena jednog ili nekoliko finansijskih instrumenata ili povezanog promptnog ugovora za robu na neuobičajenom ili veštačkom nivou, gde osobe koje su proširile informacije stiču, za sebe ili za drugu osobu, prednost ili korist od širenja dotičnih informacija; ili

(d) prosleđivanje neistinitih ili obmanjujućih informacija ili davanje neistinitih ili obmanjujućih osnovnih podataka ili bilo koji drugi postupak kojim se manipuliše izračunavanjem referentne vrednosti.

5. DEFINISANJE KRIVIČNIH DELA U SLUČAJU TRGOVINE NA OSNOVU INSAJDESKIH INFORMACIJA I MANIPULACIJE NA TRŽIŠTU U EVROPSKOM ZAKONODAVSTVU

Članovima 6, 7, 8 i 9 uređuje se područje definisanja krivičnih dela u slučaju trgovine na osnovu insajderskih informacija i manipulacije na tržištu u evropskom zakonodavstvu u okviru Direktive 2014/57/EU.

Tako je članom 6 određeno "Podsticanje, pomaganje i podržavanje i pokušaj", a navedeno se odnosilo na sledeće:

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da se podsticanje, pomaganje i podržavanje krivičnih dela iz člana 3 (2) do (5) i članova 4 i 5 kažnjiva kao krivično delo.

2. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da je pokušaj izvršenja bilo kog od krivičnog dela iz člana 3 (2) do (5) i (7) i člana 5 kažnjiv kao krivično delo.

3. Član 3, stav 8. se primenjuje mutatis mutandis.

Krivične sankcije za fizička lica regulisane su članom 7 u okviru Direktive 2014/57/EU i to na sledeći način:

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osiguravale da su krivična dela iz članova od 3 do 6 kažnjavaju delotvornim, proporcionalnim i odvrćajućim krivičnim sankcijama.

2. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osiguravale da su krivična dela iz članova od 3 do 5 kažnjavaju maksimalnim trajanjem kazne zatvora od najmanje četiri godine.

3. Države članice preduzimaju potrebne mjere kako bi osigurale da se krivično delo iz člana 4. kažnjava maksimalnim trajanjem kazne zatvora od najmanje dve godine.

Odgovornost pravnih lica regulisano je članom 8 u okviru Direktive 2014/57/EU tako što je propisano sledeće:

1. Države članice preduzimaju potrebne mere kako bi osigurale da pravna lica mogu biti odgovorna za krivična dela navedena u članovima od 3 do 6 koja je u njihovu korist počinila bilo koja osoba, samostalno ili kao član organa pravnog lica, koja ima rukovodeći položaj kod tog pravnog lica na osnovu:

(a) Ovlašćenja za zastupanje pravnog lica;

(b) Ovlašćenje da donosi odluke u ime pravnog lica; ili

(c) Ovlašćenje da vrši kontrolu unutar pravnog lica.

2. Države članice takođe preduzimaju potrebne mjere kako bi osigurale da pravna lica mogu biti odgovorna kada je nedostatak nadzora ili kontrole od strane osobe iz stava 1. omogućio da njoj podređeno lice u korist tog pravnog lica počinu krivično delo iz člana od 3. do 6.

3. Odgovornost pravnih lica prema stavovima 1 i 2 ne isključuje krivični postupak protiv fizičkih lica koja su učesnici, ili su vršili podsticaj ili su sudeoci u krivičnim delima iz članova od 3 do 6.

Sankcije za pravna lica propisane su članom 9 u okviru Direktive 2014/57/EU i to na sledeći način:

Države članice preduzimaju potrebne mjere kako bi osigurale da pravno lice koje je odgovorno koje se smatra odgovornim u skladu s članom 8. podleže efektivnim, srazmernim i odvraćajućim sankcijama, koje uključuju krivične ili ne-krivične kazne i mogu uključivati i druge sankcije, kao što su:

(a) ukidanje prava na javne naknade ili pomoć;

(b) privremena ili stalna zabrana obavljanja trgovačke delatnosti;

(c) stavljanje pod sudski nadzor;

(d) sudska likvidacija;

(e) privremeno ili trajno zatvaranje ustanova koje su korištene za izvršenje krivičnog dela.

Iako postoji kritika odluke da se kriminalizuje zloupotreba tržišta na nivou Evropske unije (Perrone, 2020), te da bi sistem sprovođenja zasnovan na administrativnim sankcijama bio efikasniji uz kredibilan nadzorni sistem EU. Dodatno, istražuje se rešenje koje je Evropski sud za ljudska prava (ESLJP) predložio kao kompromis između efikasnosti i pravičnosti u upravnom postupku. Perrone (2020) predstavlja ideju raspodele krivičnog gonjenja i donošenja odluka nezavisnim telima unutar istog nadzornog organa kao sredstvo za postizanje bolje ravnoteže između efikasnosti i pravičnosti. Ovakav pristup, kako sugerisano, može obezbediti optimalnu zaštitu tržišta uz istovremeno poštovanje principa pravičnosti u postupcima regulisanja zloupotrebe tržišta u EU.

6. ZAKLJUČAK

Rad pruža dubinsku analizu pravne regulative Evropske unije u vezi sa tržišnim manipulacijama i insajderskim informacijama. Kroz pregled evolucije od Insider Dealing Direktive do najnovije Direktive 2014/57/EU, razumemo kako je EU prilagođavala svoj pravni okvir kako bi odgovorila na dinamične izazove na finansijskim tržištima. Rezultati istraživanja ukazuju na ključne mehanizme sprečavanja i sankcionisanja tržišnih zloupotreba, naglašavajući važnost očuvanja integriteta tržišta i poverenja investitora.

Analiza promena u pristupu regulaciji insajderskih informacija i manipulacija tržištem otkriva nužnost prilagodljivosti pravne regulative u skladu sa stalnim inovacijama i ubrzanjem finansijskih procesa. Takođe, uočava se ključna uloga direktiva u postizanju jednakog tretmana svih učesnika na tržištima hartija od vrednosti, čime se obezbeđuje fer i transparentno okruženje.

Zaključno, ovaj rad doprinosi razumevanju regulatornog okvira EU u domenu tržišnih manipulacija i insajderskih informacija, dok istovremeno naglašava potrebu za stalnim ažuriranjem regulative kako bi se odgovorilo na izazove današnjeg dinamičnog finansijskog okruženja.

7. LITERATURA

- [1] Raičević, V., & Kovačević, M. (2013). Pravni aspekti zloupotrebe berzanskog tržišta. *Ekonomija: teorija i praksa*, 6(3), 51-62.
- [2] Bajraktarević, D. (2010). Zaštita investitora i pravni mehanizmi sprečavanja tržišnih zloupotreba u Evropskoj uniji i Bosni i Hercegovini. *Journal of Criminal Justice Issues* (Kriminalisticke teme), 10(2).
- [3] Jandrić, M. (2019). Glasine i tržište kapitala. Zbornik radova sa VIII naučne konferencije sa međunarodnim učešćem, Jahorinski poslovni forum 2019, 8, 189-200. Ekonomski fakultet Pale
- [4] Perrone, A. (2020). Eu market abuse regulation: The puzzle of enforcement. *European Business Organization Law Review*, 21, 379-392.
- [5] *Direktiva o zloupotrebi tržišta*, Directive 2014/57/EU, Dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>
- [6] *Direktiva o trgovanju na temelju insajderskih informacija i manipulisanja tržištem (zloupotrebi tržišta)*, Direktiva 2003/6/EZ Dostupna na: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0006>
- [7] *Insider Dealing Direktive*, Direktive 89/592/EEC, Dostupno na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:EN:HTML>