

## IZAZOVI HARMONIZACIJE KRIVIČNORAVNE ZAŠTITE TRŽIŠTA KAPITALA SA PRAVOM EVROPSKE UNIJE – PRIMER ITALIJANSKOG ZAKONODAVSTVA<sup>1</sup>

### Apstrakt

*Tržište kapitala u savremenim ekonomijama predstavlja mehanizam koji može u velikoj meri da doprinese razvoju nacionalne privrede. Imajući u vidu navedeno, vremenom se razvila ideja o unapređenju zaštite interesa učesnika na njemu. Zbog toga su na nivou Evropske unije u toku 2014. godine donete Uredba i Direktiva kojima su predviđene obaveze zemalja članica da nacionalnim zakonodavstvom propišu krivičnopravne sankcije za ponašanja koja predstavljaju zloupotrebe na tržištu kapitala. Danas je skoro u svim zemljama nacionalnim propisima predviđena krivičnopravna zaštita interesa učesnika na navedenom tržištu. U nekima od njih krivične sankcije su propisane sporednim krivičnim zakonodavstvom. Takav pristup npr. postoji u Republici Srbiji i Italiji. S obzirom da Srbija teži članstvu u Evropskoj uniji, ona je u obavezi da pre pristupanja svoje nacionalno zakonodavstvo uskladi sa njenim pravnim tekovinama. Imajući u vidu sličnost pristupa krivičnopravnoj zaštiti tržišta kapitala Italije sa onim koji postoji u Republici Srbiji, neka italijanska rešenja bi mogla eventualno da posluže kao primer za dodatna usaglašavanja. S obzirom da je italijansko zakonodavstvo u velikoj meri usaglašeno sa standardima Evropske unije u pogledu krivičnopravne zaštite tržišta kapitala, njegove odredbe su predmet analize u ovom radu.*

**Ključne reči:** tržište kapitala, krivična dela, krivično pravo, zaštita, Italija.

\* Naučni saradnik, Institut za uporedno pravo u Beogradu, e-mail: [j.kostic@iup.rs](mailto:j.kostic@iup.rs).

<sup>1</sup> Ovaj rad je nastao kao rezultat rada na projektu Instituta za uporedno pravo „Srpsko i evropsko pravo – upoređivanje i usaglašavanje“ (evidencioni broj: 179031), koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja.

## 1. Uvod

Cilj svake zemlje jeste stvaranje uslova za privredni razvoj, a samim tim i za unapređenje opšteg blagostanja. Danas veliki značaj u oblasti privrednih ulaganja u svetu ima tržište kapitala. Uticaj na unapređenje ekonomskih aktivnosti imaju, kako ulaganja nacionalnih pravnih i fizičkih lica, tako i inostrane investicije. Za to je potrebno stvoriti adekvatne uslove. Prepreka za ulazak na neko tržište može biti stvaranje monopola, što može negativno da se odrazi na nacionalno blagostanje. Zbog toga je neophodna intervencija države putem regulatornih, ali i institucionalnih mera. One se ogledaju u uspostavljanju tela nadležnih za nadzor i očuvanje konkurentskih odnosa na tržištu.<sup>2</sup> Odsustvo odgovarajućih normi kojima je uređeno tržište kapitala omogućava formiranje monopola, kao i bogaćenje pojedinaca koji poseduju insajderske informacije, što za posledicu ima stvaranje nepovoljnog okruženja na tržištu kapitala.<sup>3</sup>

Navedeno tržište je podvrsta finansijskog tržišta. Na njemu se vrši prodaja i kupovina dugoročnih hartija od vrednosti čiji je rok dospeća preko godinu dana. Time se ostvaruje i dugoročno pozajmljivanje novca. Poslednjih godina sve više je prisutna internacionalizacija tržišta kapitala, što je od izuzetnog značaja za investiranje u nacionalnu privredu, što se postiže kupovinom akcija nacionalnih preduzeća. Sredstva za ulaganje u nacionalnu privredu se, međutim, obezbeđuju i kupovinom nacionalnih dužničkih hartija od vrednosti. Na taj način se pozajmljuju sredstva domaćim tražiocima zajma. Osim toga, povoljni uslovi na tržištu kapitala mogu doprineti smanjenju budžetskog deficita, na koji se utiče kupovinom obveznica koje emituje država.<sup>4</sup> Upravo zbog toga na međunarodnom nivou postoji veliko interesovanje za suzbijanje određenih aktivnosti koje se nepovoljno odražavaju na nesmetano funkcionisanje tržišta kapitala. Naravno, i na tom tržištu, kao i na svakom drugom, trebalo bi nesmetano da funkcioniše „zakon ponude i tražnje“. On bi mogao biti prekršen nesavesnim ponašanjem pojedinaca, a to bi nepovoljno uticalo na dalju trgovinu na tom tržištu. Velika odstupanja mogla bi značajno da naruše funkcionisanje osnovnih principa tržišne privrede, kako na nacionalnom, tako i na regionalnom nivou.

<sup>2</sup> J. Brašić, „Institucionalne barijere za ulazak na tržište Republike Srbije i potencijalna konkurencija“, *Pravni zapisi*, 1/2016, 118.

<sup>3</sup> *Ibid.*, 127.

<sup>4</sup> Lj. Nikolić, A. Mojašević, „Organizacija finansijskih tržišta“, u: *Zaštita ljudskih i manjinskih prava u evropskom pravnom prostoru* (ur. Predrag Dimitrijević), Niš 2012, 122-123.

Na nivou Evropske unije se postepeno razvijala ideja o formiranju evropskog tržišta kapitala, u cilju ulaganja u kompanije i infrastrukturu zemalja Unije. To bi doprinelo jačanju finansijskog sistema ne samo zemalja članica, već celokupne zajednice. Međutim, prepreke tom cilju predstavljala su različita pravila i praksa nacionalnih tržišta kapitala. Zbog toga se javila težnja za ujednačavanjem prakse u toj oblasti. Jedan od prioriteta bila je zaštita investitora na tržištu kapitala od nesavesnog ponašanja drugih učesnika. Na nivou Evropske unije najpre se javila potreba za zaštitom integriteta tržišta kapitala putem prekršajnih sankcija, propisanih nacionalnim zakonodavstvom zemalja članica. Tek kasnije se pristupilo ujednačavanju prakse u oblasti krivičnopravne zaštite integriteta tržišta kapitala.

Krivično pravo Sjedinjenih Američkih Država predviđa kao krivično delo trgovinu insajderskim informacijama još od dvadesetih godina dvadesetog veka, dok evropske zemlje tek poslednjih nekoliko decenija propisuju navedeno delo.<sup>5</sup> Čini se da je zakonski opis dela trgovina insajderskim informacijama u evropskim zemljama, veoma sličan rešenju koje postoji u Sjedinjenim Američkim Državama. Međutim, takvo rešenje može predstavljati problem sa aspekta dokazivanja krivičnih dela. Pred sudovima zemalja čija zakonodavstva pripadaju evropsko kontinentalnom pravnom sistemu nije prihvaćeno korišćenje posrednih dokaza. Taj problem se eventualno može prevazići odredbama procesnog krivičnog zakonodavstva.

U nekim zemljama su odredbe kojima se pruža krivičnopravna zaštita interesima učesnika na tržištu kapitala, sadržane u sporednom krivičnom zakonodavstvu. Takav pristup prisutan je kako u zakonodavstvu Republike Srbije, tako i u zakonodavstvu Italije. S obzirom da je Italija članica Evropske unije njeno nacionalno zakonodavstvo bi trebalo u velikoj meri da bude usklađeno sa standardima Unije. Kako Republika Srbija teži članstvu u njoj, neka kvalitetna rešenja prisutna u italijanskom zakonodavstvu mogla bi eventualno da posluže kao primer za unapređenje nacionalnog zakonodavstva Srbije.

---

<sup>5</sup> Z. Stojanović *et al.*, *Priručnik za suzbijanje privrednog kriminaliteta i korupcije*, Ministarstvo pravde SAD, Kancelarija za međunarodnu pomoć, usavršavanje i profesionalnu obuku u pravosuđu i Misija OEBS-a u Srbiji, Beograd 2017, 187.

## 2. Krivičnopravna zaštita tržišta kapitala na nivou Evropske unije

Potreba za efikasnijom zaštitom tržišta kapitala na nivou Evropske unije jačala je zajedno sa idejom o stvaranju jedinstvenog evropskog tržišta kapitala, u cilju podsticanja prekograničnog investiranja, stranih investicija u privredu EU, stabilizacije njenog finansijskog sistema, a samim tim i unapređenjem konkurentnosti evropskog tržišta.<sup>6</sup> Upravo je potreba da se obezbedi pouzdana zaštita interesa investitora na jedinstvenom tržištu kapitala Unije usloвила unapređenje njenih propisa. Konvencijom Saveta Evrope o insajderskoj trgovini iz 1989. godine nije bilo predviđeno krivično delo trgovine insajderskim informacijama.<sup>7</sup> Tako Evropska unija prvi put, donošenjem Direktive broj 6 iz 2003. godine<sup>8</sup> nastoji da utiče na zemlje članice da u svojim nacionalnim zakonodavstvom propišu sankcije za zloupotrebe insajderskih informacija. Međutim, taj cilj se realizuje tek donošenjem Uredbe broj 596 o zloupotrebi tržišta iz 2014. godine, a kojim je navedena Direktiva stavljena van snage, kao i Direktivom broj 57 iz 2014. godine.<sup>9</sup>

Značaj Direktive broj 6 iz 2003. godine ogleda se u tome što je njenim odredbama bila predviđena obaveza za države članice da svojim propisima predvide ovlašćenja nacionalnih organa za otkrivanje i isleđivanje zloupotreba na tržištu kapitala. Iako njom nije bila predviđena obaveza zemalja članica da na nacionalnom nivou propišu krivičnopravne sankcije za zloupotrebe na tržištu kapitala, ona je predstavljala značajan korak ka tome.

<sup>6</sup> Navedeno je sadržano u Akcionom planu za stvaranje jedinstvenog tržišta kapitala Evropske unije (Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital markets Union), Brussels, 30.9.2015.

<sup>7</sup> Konvencijom je predviđena uzajamna pomoć putem razmene informacija između nacionalnih organa nadležnih za nadzor transakcija koje se odvijaju na tržištu kapitala, a u cilju preventivnog delovanja i otkrivanja neregularnosti u vezi sa insajderskom trgovinom tj. trgovinom insajderskim informacijama. Iako Konvencijom nije predviđena obaveza propisivanja krivičnog dela insajderske trgovine, u skladu sa njenim odredbama zainteresovane zemlje mogu uz prethodni dogovor da unaprede saradnju u cilju utvrđivanja odgovornosti za nedozvoljene aktivnosti kojima se ugrožava jednak pristup informacijama svih učesnika na tržištu kapitala i koje mogu da predstavljaju radnju izvršenja nekih drugih krivičnih dela. Tekst Konvencije na engleskom jeziku nalazi se na veb-stranici: <https://rm.coe.int/CoERMPublicCommonSearchServices/DisplayDCTMContent?documentId=090000168007b0d5>, 10.5.2018.

<sup>8</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Official Journal L096 12/4/2003, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32003L0006>, 10.5.2018.

<sup>9</sup> V. Z. Stojanović *et al.*, 187 i 188.

## 2.1. Uredba o sprečavanju zloupotreba na tržištu kapitala

Uredbom o sprečavanju zloupotreba na tržištu kapitala broj 596<sup>10</sup> iz 2014. godine na nivou Evropske unije je uspostavljen zajednički regulatorni okvir za trgovinu na osnovu privilegovanih informacija. Njom je definisano nezakonito objavljivanje privilegovanih informacija, kao i manipulisanje na tržištu kapitala, te su u cilju sprečavanja navedenih pojava predviđene adekvatne mere. Na taj način obezbeđuje se kako integritet tržišta kapitala, tako i adekvatna zaštita učesnika na njemu. Uredba definiše privilegovano stečene informacije (obično se skraćeno nazivaju privilegovane informacije) i trgovinu na osnovu njih. U skladu sa tim, pod privilegovano stečenim informacijama podrazumevaju se informacije određene sadržine koje nisu objavljene, direktno ili indirektno se odnose na jednog ili na više emitenata ili na jedan ili više finansijskih instrumenata, koje, kada bi bile objavljene, verovatno bi znatno uticale na cenu tih finansijskih instrumenata ili na cenu povezanih finansijskih instrumenata. Privilegovane informacije se, u smislu Uredbe, mogu odnositi i na robne derivate, ali pod uslovom da se radi o neobjavljenim informacijama, koje bi se kada bi bile objavljene direktno ili indirektno odnosile na jedan ili više tih derivata i koje bi tada verovatno imale značajan uticaj na njihovu cenu. Takve informacije se moraju objaviti u skladu propisima Unije ili nacionalnim propisima, pravilima tržišta, ugovorima, praksom ili običajima na relevantnim tržištima robnih derivata. Prema članu 7 Uredbe, pod privilegovanim informacijama se podrazumevaju i informacije u vezi sa emitovanim jedinicama ili proizvodima na tržištima, koji se na njima temelje, a koje nisu objavljene. Osim toga neophodno je da se radi o informacijama koje se direktno ili indirektno odnose na jedan ili više finansijskih instrumenata i koje bi kada bi bile objavljene imale značajan uticaj na cene tih ili sa njima povezanih finansijskih instrumenata. Navedena Uredba ima značaj za definisanje elemenata bića krivičnog dela insajderske trgovine. Zbog toga je potrebno da na nacionalnom nivou definicija privilegovane informacije bude usklađena sa navedenom odredbom Uredbe, bez obzira na to da li je krivično delo insajderska trgovina propisano osnovnim ili sporednim krivičnim zakonodavstvom.

<sup>10</sup> Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Official Journal of the European Union L 173/1, Tekst Uredbe na engleskom jeziku nalazi se na veb-stranici: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>, 10.5.2018.

Uredba propisuje i situacije kada je dozvoljeno, a kada ne, korišćenje privilegovanih informacija na tržištu kapitala. Pod trgovinom na osnovu privilegovanih informacija, u smislu odredbi Uredbe, podrazumeva se trgovina privilegovanim informacijama koje poseduje određena osoba u cilju sticanja ili prodaje u vlastito ime ili u korist nekog trećeg lica određenog finansijskog instrumenta na koji se ta informacija odnosi. Osim toga, podrazumeva se i korišćenje privilegovanih informacija za izmenu ili otkaz naloga u vezi sa finansijskim instrumentima na koji se ta informacija odnosi, kada je nalog predat pre nego što je određena osoba posedovala informaciju. U skladu sa članom 8. Uredbe broj 596/2014, korišćenje povlašćenih informacija obuhvata podnošenje, promenu ili povlačenje ponude za kupovinu koje preduzima određeno lice za vlastiti račun ili za račun trećeg lica.<sup>11</sup> Navedena definicija je od značaja za određivanje granica krivičnopravne represije, jer se u određenim situacijama korišćenje privilegovane informacije na tržištu kapitala neće smatrati nezakonitim, pa samim tim preduzimanjem tih aktivnosti neće biti ni ostvareni elementi bića krivičnog dela. Zbog toga je potrebno na nacionalnom nivou da se propisi kojima se uređuju odnosi na tržištu kapitala usklade sa odredbom Uredbe 596/2014 kojom se definiše kada je dozvoljeno korišćenje privilegovanih informacija.

Od značaja za definisanje elemenata bića krivičnog dela insajderska trgovina jeste i razumevanje pojma nezakonitog objavljivanja povlašćenih informacija, pod kojim se podrazumeva saopštavanje bilo kom drugom licu povlašćenih informacija koje neko poseduje, osim kada se one objavljuju u redovnom obavljanju posla, profesije ili dužnosti. Nezakonito objavljivanje može izvršiti kao fizičko, tako i pravno lice. Nezakonitu aktivnost predstavlja ne samo svako objavljivanje povlašćenih informacija suprotno navedenom pravilu, nego i podsticanje drugih lica na njihovo objavljivanje, ako to učini lice koje zna ili bi trebalo da zna da se radi o privilegovanim informacijama (član 10. Uredbe 596/2014). Iako Uredba 596/2014 ne predviđa obavezu zemalja članica da na nacionalnom nivou propišu krivične sankcije kojima se zabranjuju određene nedozvoljene aktivnosti na tržištu kapitala, ona sadrži veliki broj odredbi koje su od značaja za definisanje elemenata bića krivičnih dela povezanih sa zloupotrebama na tržištu kapitala. Njome je izričito propisano da se ne sme trgovati, pa čak ni pokušati trgovina na tržištu kapitala na osnovu povlašćenih informacija. Osim toga, zabranjeno je preporučivanje drugom licu da trguje na osnovu povlašćenih informacija kao i podsticanje drugog lica na trgovinu privilegovanim infor-

<sup>11</sup> Dozvoljene aktivnosti definisane su članom 9.

macijama i nezakonito objavljivanje povlašćenih informacija. Uredbom je, pored toga, zabranjeno i manipulisanje i pokušaj manipulisanja, kao drugi vid zloupotrebe na tržištu kapitala. Pod manipulisanjem na tržištu kapitala podrazumeva se stupanje u transakciju, davanje naloga za trgovanje ili bilo koji drugi postupak kojim određeno lice daje ili verovatno daje netačne ili obmanjujuće informacije u vezi ponude, potražnje ili cene finansijskog instrumenta ili održava cenu jednog ili više finansijskih instrumenata na neuobičajenom ili nižem nivou. Navedena odredba Uredbe je od značaja za definisanje elemenata bića krivičnog dela manipulacija na tržištu kapitala u nacionalnom zakonodavstvu. Određena ponašanja, međutim, neće se smatrati protivpravnim. Uredbom 596/2014 je, na primer, definisano da manipulacija neće postojati ukoliko lice koje stupa u transakciju da nalog za trgovanje ili preduzme bilo koji drugi postupak za koji dokaže da je preduzet iz legitimnih razloga, te da je u skladu sa prihvaćenom tržišnom praksom, utvrđenom u skladu sa članom 13. Uredbe. Pod manipulacijom se podrazumeva i prenošenje lažnih ili obmanjujućih informacija ili davanje lažnih ili obmanjujućih osnovnih podataka u odnosu na referentnu vrednost, kada je lice, koje je prenelo informaciju ili dalo osnovni podatak, znalo ili trebalo da zna da su oni lažni ili obmanjujući. Manipulacijom se takođe smatra i bilo koji drugi postupak kojim se manipuliše iznosom referentne vrednosti.<sup>12</sup>

Od značaja za sprečavanje zloupotreba na tržištu kapitala jesu i odredbe Uredbe 596/2014 kojima se propisuju mere za njihovo sprečavanje i otkrivanje. Navedena Uredba ne predviđa obavezu zemalja članica da nacionalnim zakonodavstvom propišu krivične sankcije za ponašanja koja se mogu smatrati zloupotrebama na tržištu kapitala, ali ima značajan kazneno pravni domet. Osim toga što su njene odredbe od velikog značaja za određivanje elemenata bića krivičnih dela insajderska trgovina i manipulacija na tržištu kapitala, njom je predviđena i obaveza zemalja članica da nacionalnim propisima predvide prekršaje i sankcije za određena ponašanja koja su suprotna propisima kojima se uređuje poslovanje na tržištu kapitala, kao i ovlašćenja nadležnih organa za izricanje tih sankcija.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Postupci koji se smatraju manipulacijom na tržištu kapitala detaljnije su definisani članom 12. Pojam prihvaćenih tržišnih praksi definisan je članom 13.

<sup>13</sup> Članom 30. definisani su prekršaji i sankcije za ponašanja suprotna propisima kojima se uređuju odnosi i poslovanje na tržištu kapitala, a članom 31. propisana su ovlašćenja nadležnih nacionalnih organa za izricanje prekršajnih sankcija.



## 2.2. Direktiva o krivičnim sankcijama za zloupotrebu na tržištu kapitala

Obaveza zemalja članica Evropske unije da propišu krivičnopravne sankcije za ponašanja kojima se narušava integritet tržišta kapitala propisana je Direktivom Evropskog parlamenta i Saveta broj 57<sup>14</sup> iz 2014. godine. Prema njenim odredbama, predviđene su sankcije za sledeća ponašanja: trgovinu na osnovu privilegovanih informacija, preporučivanje da se trguje na osnovu privilegovanih informacija ili podsticanje drugog lica da trguje na osnovu povlašćenih informacija (član 3), nezakonito objavljivanje povlašćenih informacija (član 4), manipulisanje tržištem (član 5), kao i podsticanje, pomaganje i pokušaj preduzimanja radnji koje se smatraju navedenim krivičnim delima (član 6).

U skladu sa Direktivom br. 57, članice EU imaju obavezu ne samo da propišu sankcije za fizička, već i za pravna lica. Njenim odredbama su predviđene i donje granice kazne koju bi trebalo propisati u nacionalnim zakonodavstvima izvršiocima navedenih krivičnih dela. Za trgovinu na osnovu privilegovanih informacija, preporučivanje da se trguje na osnovu privilegovanih informacija ili podsticanje drugog lica da trguje na osnovu povlašćenih informacija, kao i za manipulisanje tržištem, predviđeno je da nacionalni zakonodavci propišu kaznu zatvora čiji je donji minimum četiri godine (čl. 7. st. 2 Direktive br. 57). Za nezakonito objavljivanje povlašćenih informacija članice bi bile u obavezi da propišu kaznu zatvora u trajanju od najmanje dve godine (član 6. Direktive br. 57). Za sva navedena dela predviđeno je da se mogu izvršiti isključivo sa umišljajem. Zemlje članice su u obavezi da nacionalnim zakonodavstvom predvide iste sankcije i za lica koja podstiču, pomažu ili pokušaju izvršenje neke od radnji izvršenja krivičnog dela koje predstavlja zloupotrebu na tržištu kapitala (član 6).

Kao što se može zaključiti, Direktiva br. 57 doneta je upravo radi ujednačenja krivičnopravne zaštite tržišta kapitala na nivou zemalja članica Evropske unije. Danas skoro sve zemlje, ne samo članice Evropske unije, već i zemlje koje to tek treba da postanu, propisuju sankcije za ponašanja kojima se zloupotrebljavaju pravila poslovanja na tržištu kapitala. Neke zemlje krivičnopravne sankcije za nedozvoljena ponašanja na tržištu kapitala propisuju osnovnim, a neke sporednim krivičnim zakonodavstvom. U Italiji su, kao i u Republici Srbiji krivična dela kojima

<sup>14</sup> Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014, on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), *Official Journal of the European Union* L 173/179, 12/6/2014. Tekst Direktive na engleskom jeziku dostupan je na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN> 10.5.2018.



se štite interesi učesnika na tržištu kapitala propisana sporednim zakonodavstvom, tj. zakonom kojim se uređuju odnosi i poslovanje na tržištu kapitala<sup>15</sup>. Takvo rešenje ima svojih prednosti, s obzirom na to da su odredbe kojima se dopunjuju elementi bića krivičnih dela sadržane u istom propisu, kao i zakonski opisi ponašanja za koja su predviđene sankcije.

### 3. Krivičnopravna zaštita tržišta kapitala u italijanskom zakonodavstvu

U Italiji su odredbe kojima se pruža krivičnopravna zaštita interesima učesnika na tržištu kapitala i njegovom integritetu predviđene Zakonodavnim dekretom iz 1998. godine.<sup>16</sup> Takav način propisivanja krivičnih dela koja sadrže blanketnu dispoziciju ima izvesne prednosti.

U posebnom delu navedenog propisa predviđene su krivične sankcije za teže kršenje odredbi kojima se uređuje tržište kapitala od strane posrednika. U skladu sa tim, posrednici mogu biti odgovorni za: neovlašćeno poslovanje, kršenje pravila kojima se uređuje njihovo poslovanje, dovođenje u zabludu u vezi sa upravljanjem imovinom, davanje lažnih podataka od strane posrednika, izdavanje dokumenata zasnovanih na lažnim činjenicama i ometanje vršenja nadzora od strane italijanske banke ili Komisije nadležne za vršenje nadzora nad poslovanjem na tržištu kapitala.<sup>17</sup> Osim navedenog, u posebnom delu Zakonodavnog dekreta propisane su sankcije za emitente ukoliko: krše propise prilikom kupovine i prodaje akcija, kao i odredbe kojima se uređuje otuđenje udela ili u slučaju da navode netačne podatke u prospektu.<sup>18</sup>

Sva navedena ponašanja predstavljaju zloupotrebe na tržištu kapitala, ali su u posebnom delu Dekreta propisane sankcije samo za zlou-

<sup>15</sup> Krivična dela koja predstavljaju zloupotrebe na tržištu kapitala u Republici Srbiji propisana su Zakonom o tržištu kapitala (*Službeni glasnik Republike Srbije*, broj 31/2011, 112/2015 i 108/2016), Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava (*Službeni glasnik Republike Srbije*, broj 46/2006, 107/2009, 99/2011 i 108/2016) i Zakonom o investicionim fondovima (*Službeni glasnik Republike Srbije*, broj 46/2006, 52/2009 i 31/2011).

<sup>16</sup> Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs.n.223 del 15.12.2017. in vigore dal 28.2.2018 (Tekst je objavljen sa izmenama od 15.12.2017. godine, koje su stupile na pravnu snagu 28.2.2018. godine), Consob, 2018. Tekst sa izmenama nalazi se na veb-stranici: [http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88), 10.5.2018.

<sup>17</sup> Navedena dela propisana su od člana 166 do 170 pod b. Zakonskog dekreta kojim se uređuju odnosi i poslovanje na italijanskom tržištu kapitala.

<sup>18</sup> Krivične sankcije za nezakonito postupanje emitenata propisane su od člana 172 do 173b.

potrebe koje se mogu podvesti pod insajdersku trgovinu ili manipulaciju na tržištu kapitala. Verovatno je razlog za takvo postupanje zakonodavca težnja za potpunijim usaglašavanjem krivičnih sankcija za navedena dela sa standardima Evropske unije sadržanim u Uredbi o sprečavanju zloupotreba na tržištu kapitala broj 596 i Direktivi o krivičnopravnim sankcijama za zloupotrebu na tržištu kapitala broj 57 iz 2014. godine.

Odredbe kojima su predviđene krivične sankcije zbog insajderske trgovine i manipulacije na tržištu kapitala ne primenjuju se u slučajevima kada se radi o aktivnostima koje su deo monetarne i devizne politike ili politike upravljanja javnim dugom Italije, zemlje članice Evropske unije, sistema centralne banke Evropske unije, Centralne banke države članice Evropske unije ili bilo kog drugog tela uspostavljenog da deluje u njihovo ime. Krivične sankcije se ne primenjuju ni u slučaju trgovine akcijama, obveznicama ili drugim finansijskim instrumentima, koji su predmet trgovine u okviru programa otkupa od izdavaoca ili kompanije koju on kontroliše ili sa kojom je povezan ili su deo aktivnosti preduzetih radi stabilizacije finansijskih instrumenata, a pod uslovom da se sprovede uz poštovanje uslova stabilizacije koje je uspostavila Komisija na tržištu kapitala u skladu sa posebnim propisima.<sup>19</sup>

Pravne norme kojima su propisane krivične sankcije primenjuju se u skladu sa italijanskim Dekretom i kada je krivično delo izvršeno u inostranstvu, kada su finansijski instrumenti primljeni (izdati) ili kada je podnet zahtev za priznavanje u kupoprodajnim odnosima na tržištu kapitala koje je regulisano italijanskim propisima. Odredbe se primenjuju i kada je finansijski instrument prihvaćen u kupoprodaji ili je podnet zahtev za priznavanje u skladu sa italijanskim propisima ili propisima druge zemlje članice Evropske unije.<sup>20</sup> Upravo se u navedenom oslikava težnja ka uspostavljanju jedinstvenog evropskog tržišta kapitala. Zbog toga i postoji potreba za ujednačavanjem propisa na nivou Unije, a kojima se predviđaju krivične sankcije za određena ponašanja kojima se narušava integritet tržišta kapitala, a samim tim i prava učesnika na njemu.

<sup>19</sup> Članom 183. propisani su izuzeci, tj. slučajevi kada se neće primenjivati krivične sankcije propisane zbog zloupotrebe privilegovanih informacija, kao i aktivnosti koje se mogu okarakterisati kao manipulacija na tržištu kapitala. Sadržaj navedene odredbe u skladu je sa članom 9. Uredbe o zloupotrebama na tržištu kapitala iz 2014. godine.

<sup>20</sup> Članom 182. Zakona propisano je teritorijalno važenje odredbi kojima su predviđene krivične sankcije za zloupotrebu privilegovanih informacija, kao i preduzimanje aktivnosti koje se mogu smatrati zloupotrebom na tržištu kapitala.

### 3.1. Krivične sankcije za posrednike na tržištu kapitala

Neovlašćeno poslovanje posrednika na tržištu kapitala podleže krivičnoj sankciji ukoliko određeno lice obavlja investicione usluge ili investira bez odgovarajućeg ovlašćenja, koje se dobija u skladu sa odredbama Zakonodavnog dekreta kojim se uređuju odnosi i poslovanje na tržištu kapitala. Isto lice će biti odgovorno i kada nije registrovano za obavljanje navedenih usluga, a na teritoriji Italije nudi uloge ili akcije kolektivnih investicionih organizacija, kao i kada nudi finansijske proizvode, finansijske instrumente, usluge ili investicione aktivnosti širem krugu potencijalnih korisnika ili se reklamira kako neko ko ih nudi na tržištu. Za izvršioca dela propisana je kazna zatvora od jedne do osam godina i novčana kazna u iznosu od 4.000 do 10.000 evra. Izvršilac dela može biti svako lice koje bez zakonom propisanog ovlašćenja obavlja navedene aktivnosti. Istom kaznom će se kazniti i lice koje, protivno odredbama zakona, pruža savetodavne usluge širem krugu korisnika suprotno odredbama propisa kojima se takva aktivnost uređuje.<sup>21</sup> Osim toga, ista kazna je propisana i za lice koje obavlja navedene aktivnosti protivno odredbama Uredbe Evropske unije broj 648/2011 od 4. jula 2012. godine bez plaćanja prethodno utvrđenog iznosa poreza na promet (član 166. Zakonodavnog dekreta). Kao što se može zaključiti, navedena odredba upućuje na primenu, kako nacionalnih propisa kojima se uređuje poslovanje na tržištu kapitala, tako i propisa Evropske unije kojima se uređuju pitanja od značaja za poslovanje na datom tržištu. Kako je motiv izvršenja krivičnih dela kojima se krše odredbe poslovanja na tržištu kapitala uglavnom sticanje protivpravne imovinske koristi, sasvim je opravdano što zakonodavac propisuje za takva ponašanja pored kazne zatvora i novčanu kaznu, kao sporednu. Istim članom kojim je propisano opisano krivično delo, predviđena je i obaveza italijanske banke ili Komisije za nadzor nad poslovanjem na tržištu kapitala da, u slučaju postojanja osnovane sumnje da određeno lice obavlja neku od navedenih aktivnosti, obavesti tužilaštvo i ostale nadležne organe. Predviđeno rešenje je od značaja ne samo za blagovremeno preduzimanje istražnih radnji, već i za prevenciju daljeg vršenja nedozvoljenih aktivnosti.

Krivična sankcija će se izreći i izvršiocu dela koji, u cilju sticanja za sebe ili drugo lice protivpravne imovinske koristi, obavlja određenu aktivnost u vezi sa pružanjem usluga upravljanja portfoliom ili kolektivnim

<sup>21</sup> Članom 31. Zakonskog dekreta kojim se utvrđuje poslovanje na tržištu kapitala propisani su zakonski uslovi za obavljanje savetodavne delatnosti u vezi sa ulaganjem na tržištu kapitala.

upravljanjem štednjom na tržištu kapitala u suprotnosti sa odredbama kojima se uređuje sukob interesa, a takvo ponašanje se štetno odražava na interese investitora. Za lice koje preduzima takvu aktivnost propisana je kazna zatvora od šest meseci do tri godine i novčana kazna u iznosu od 10.000.000 lira do 20.000.000 lira (tj. od 5.165 do 103.291 evra).<sup>22</sup> Bitni elementi bića navedenog dela jesu postupanje suprotno odredbama kojima se uređuje sukob interesa, kao i posledica, tj. nastupanje štetnih posledica po interese investitora. Upravo u navedenoj odredbi ispoljava se značaj delatnosti Komisije za nadzor nad poslovanjem na tržištu kapitala i drugih organa koji se staraju o prevenciji nezakonitosti na tom tržištu. Štetne posledice nije lako odrediti bez procene nadležnih organa, u kojima su zaposleni finansijski stručnjaci. Kako se opisano delo preduzima u cilju sticanja protivpravne imovinske koristi za sebe ili drugo lice, ono se može izvršiti isključivo sa umišljajem. S obzirom na to da je motiv izvršenja dela upravo sticanje protivpravne koristi, opravdan je stav zakonodavca koji, u članu 167 osim kazne zatvora za izvršioca propisuje i kumulativno izricanje novčane kazne.

Dovođenje u zabludu u vezi sa upravljanjem imovinom predstavlja ponašanje koje podleže krivičnoj sankciji ukoliko je vršenje usluga ili aktivnosti kolektivnog upravljanja štednjom na tržištu kapitala ili u vezi sa čuvanjem finansijskih instrumenata ili raspolaganja likvidnošću društava za kolektivno investiranje štednje preduzeto u cilju sticanja protivpravne imovinske koristi za sebe ili drugo lice, a na takav način da se njime nanosi šteta investitorima. Za izvršioca dela propisana je u članu 168. Dekreta kazna zatvora od šest meseci do tri godine i novčana kazna u iznosu od 10.000.000 lira do 200.000.000 lira (tj. od 5.165 do 103.291 evra). Nastupanje štetne posledice za investitore konstitutivno je obeležje bića opisanog krivičnog dela. Kao i kod prethodno analiziranog dela, u zakonskom opisu nije precizirana visina štete koja je neophodno da nastupi kako bi se smatralo da je ispunjen uslov za primenu propisane krivične sankcije. Međutim, može se pretpostaviti da je neophodno da se radi bar o dva investitora, s obzirom na to da se u Dekretu koristi reč „investitori“. Postojanje štete, kao i kod prethodno analiziranog dela, utvrđuju organi koji vrše nadzor nad poslovanjem na tržištu kapitala, kada otkriju postojanje takve nepravilnosti. Visina prouzrokovane štete nije relevantna za postojanje krivičnog dela. Međutim, verovatno će visina prouzrokovane štete uticati na visinu odmerene krivične sankcije. S obzirom na to da je jedan od elemenata bića

<sup>22</sup> U tekstu Zakonodavnog dekreta kod pojedinih krivičnih dela navode se iznosi novčanih kazni kako u evrima, tako i u lirama, jer je do 1999. godine lira bila zvanična valuta u Italiji.

krivičnog dela i namera sticanja protivpravne imovinske koristi za sebe ili drugo lice, ono može biti izvršeno isključivo sa umišljajem.

Krivičnoj sankciji podleže i posrednik na tržištu kapitala, koji da netačne podatke, pod uslovom da time čini težu povredu odredbi kojima se uređuju pravila poslovanja na tržištu kapitala. Za izvršioca dela propisana je kazna zatvora od jedne do tri godine ili novčana kazna u iznosu od 5.165 do 51.660. evra. Iako se u navedenom slučaju ne zahteva nastupanje štetne posledice po investitore, propisivanjem sankcije za takvo ponašanje povećava se odgovornost posrednika i sprečava prouzrokovanje štete. Davanje netačnih podataka koji mogu biti od značaja za donošenje odluke na tržištu kapitala takođe predstavlja zloupotrebu. S obzirom na to da negativno utiče na poverenje investitora, takvo ponašanje može u velikoj meri da ugrozi integritet tržišta kapitala (član 169 Dekreta).

Ukoliko neko lice prilikom registracije, sertifikacije ili izdavanja u okviru centralizovanog upravljanja prikaže netačne činjenice na koje odnosi registracija ili sertifikacija u nameri da ih predstavi kao istinite kako bi time uticalo na postupak prenosa ili prodaje finansijskih instrumenata ili prenosa srodnih prava, bez vraćanja sertifikata, smatraće se da je izvršilo protivpravno ponašanje za koje je u članu 170. propisana krivična sankcija od tri meseca do dve godine. Jedino je za navedeno ponašanje posrednika predviđena kazna zatvora bez sporedne kazne, dok će u svim ostalim slučajevima propisanih zloupotreba na tržištu kapitala, posredniku, uz kaznu zatvora, kumulativno izreći i novčana kazna.

### *3.2. Krivične sankcije za emitente*

U posebnom delu Zakonodavnog dekreta propisane su krivične sankcije za protivpravne aktivnosti emitenata. U skladu sa tim odredbama, prema članu 172 st. 1, krivična sankcija u iznosu od šest meseci do tri godine i novčana kazna u iznosu od 400.000 lira do 2.000.000 lira (tj. od 207 do 1033 evra) može se izreći direktorima pravnih lica (kompanija) ili društava koje kontroliše kupovinu akcija, ukoliko postupe suprotno odredbama člana 132. Zakonskog dekreta kojim se uređuje poslovanje na tržištu kapitala. Upravo zakonski opis navedenog, ali i drugih krivičnih dela kojima se štiti integritet tržišta kapitala pokazuju opravdanost propisivanja tih dela sporednim krivičnim zakonodavstvom. Dispozicije navedenih krivičnih dela sadrže veliki broj upućujućih odredbi, tako da je lakše definisanje elemenata bića krivičnog dela, ako se odgovarajuće

odredbe nalaze u istom zakonu. Tim je olakšana i primena propisa. U čl. 172. st. 2. propisano je da se krivična sankcija neće primeniti ukoliko se prodaja akcija odvija na drugačiji način prema drugim propisima, ali pod uslovom da se tako obezbeđuju jednaki uslovi za sve učesnike na tržištu. Zakonodavnim dekretom je osim kazne zatvora za opisano krivično delo predviđena i novčana kazna koja je vrlo simbolična, ali ipak može da ostvari generalno preventivno dejstvo. Direktor društva sa kotiranim akcijama ili društva koje učestvuje u kapitalu društva sa kotiranim akcijama, koji krše odredbe čl. 110. i 121. Zakonskog dekreta (tiču se otuđenja akcija) može se na osnovu čl. 173 izreći kazna zatvora od godinu dana i novčana kazna u iznosu od 25.000 do 2.500.000 evra.

Krivična sankcija je predviđena i u slučaju da neko lice, u cilju sticanja protivpravne imovinske koristi za sebe ili drugo lice, u prospektima za javnu ponudu finansijskih proizvoda ili kotizaciju na regulisanim tržištima ili dokumentima koji će biti objavljeni na javnoj ponudi za kupovinu ili razmenu, a u nameri da obmane primaoca projekta, unese netačne podatke ili prikrije značajne podatke ili informacije i na taj način dovede u zabludu potencijalne primaoca. Za izvršioca dela propisana je kazna zatvora od jedne do pet godina (član 173b). Da bi se izrekla krivična sankcija izvršiocu navedenog dela, neophodno je da primalac prospekta ili drugog dokumenta u kojem je sadržana netačna informacija ili podatak bude doveden u zabludu, tj. da je na osnovu netačne činjenice doneo odluku suprotnu onoj koju bi doneo da je bio upoznat sa tačnim podacima ili informacijama. Kako je namera konstitutivno obeležje dela, opisano krivično delo se može izvršiti isključivo sa direktnim umišljajem.

### 3.2.1. Krivičnopravno sankcionisanje insajderske trgovine i manipulacije na tržištu kapitala

Iako su i druge aktivnosti za koje su propisane krivične sankcije Zakonodavnim dekretom takođe zloupotrebe na tržištu kapitala, uglavnom se pod tim pojmom podrazumevaju insajderska trgovina i manipulacija na tržištu kapitala.<sup>23</sup> Propisivanje tih krivičnih dela izraz je potrebe da se

---

<sup>23</sup> R. Cascone, *Il doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: profili di criticità e prospettive di riforma*, Tesi di Laurea in Diritto penale dell'economia, Libera Università Internazionale degli studi sociali (Luiss, Guido Carli) 2016, 7.  
<http://www.giurisprudenzapenale.com/wp-content/uploads/2016/11/tesi-doppio-binario-sanzionatorio-abusi-di-mercato-redente-cascone.pdf>, 10.5.2018.



krivičnopravna zaštita odnosa i interesa na tržištu kapitala harmonizuje sa relevantnim propisima Evropske unije.<sup>24</sup>

Za razliku od prava Sjedinjenih Američkih Država u kome se insajderska trgovina ili zloupotreba privilegovanih informacija smatra sredstvom manipulisanja na tržištu kapitala, u italijanskom zakonodavstvu ona je propisana kao posebno krivično delo nezavisno od dela manipulacija na tržištu kapitala.<sup>25</sup>

Krivična dela insajderska trgovina i manipulacija na tržištu propisana su u posebnom poglavlju. S obzirom na to da se radi o sporednom krivičnom zakonodavstvu, nomotehnika je specifična. Tako se u tom poglavlju najpre definišu pojmovi koji predstavljaju bitne elemente bića krivičnih dela, zatim se određuje prostorno važenje odredbi kojima se ona propisuju kao i slučajevi kada se neće smatrati da postoji krivično delo insajderske trgovine.<sup>26</sup> U skladu sa odredbama Dekreta, delo postoji ukoliko neko lice, koje dođe u posed privilegovanih informacija kao član organa uprave, rukovodilac ili kontrolor emitenta ili do njih dođe putem učešća u kapitalu emitenta ili usled obavljanja nekog drugog posla, profesije, javne funkcije ili putem nekog privatnog angažmana kupuje, prodaje za svoj račun ili u ime trećeg lica finansijske instrumente koristeći te informacije. Krivična odgovornost postoji i ukoliko neko od tih lica dostavlja drugima privilegovane informacije iako ta treća lica ne obavljaju poslove, ili ne vrše funkciju čije vršenje zahteva korišćenje takve informacije. Osim toga, propisano je da za krivično delo može odgovarati i lice koje preporučuje ili podstiče druge da na osnovu privilegovane informacije prodaju, kupuju ili obavljaju neke druge operacije na tržištu kapitala. Za izvršioca dela propisana je kazna zatvora od jedne do šest godina, kao i novčana kazna u iznosu od 20.000 do 3.000.000 evra. Kao što se može

<sup>24</sup> *Ibid.* 8 i 9.

<sup>25</sup> M. Manuela, *Abusi di mercato: la tradizione statunitense e il confronto con le „soluzioni europee“ recedute dall'Italia*, Tesi di Dottorato, Libera Università Internazionale degli studi sociali (Luiss, Guido Carli) 2013, 7. <http://eprints.luiss.it/1223/1/20130409-monterossi.pdf>, 10.5.2018.

<sup>26</sup> Članom 181. definisan je pojam privilegovanih informacija, koji je usklađen sa članom 7. Uredbe Evropskog Parlamenta i Saveta broj 596 o sprečavanju zloupotreba na tržištu kapitala iz 2014. godine. Članom 182. definisano je prostorno važenje odredbi kojima se propisuju sankcije za zloupotrebe na tržištu kapitala, a članom 183. izuzeci, tj. slučajevi kada se određena aktivnost neće smatrati insajderskom trgovinom (tj. zloupotrebom privilegovanih informacija). Navedena odredba je u skladu sa članom 9. Uredbe, a odnose se na situacije kada se privilegovane informacije koriste u cilju sprovođenja mera monetarne i devizne politike, politike upravljanja javnim dugom od strane Centralne banke Italije, Centralne banke Evropske unije ili Centralne banke neke od zemalja članica Unije ili drugog tela koje je ovlašćeno da postupa u njihovo ime, pri čemu se navedene aktivnosti preduzimaju u cilju sprovođenja opisanih mera.



zaključiti, izvršilac dela može biti jedino lice koje je bilo u prilici da dođe u posed privilegovanih informacija. Imajući u vidu način izvršenja dela, krivično delo se može izvršiti isključivo sa umišljajem. Ista kazna predviđena je i za lice koje dođe u posed privilegovanih informacija u cilju pripreme ili izvršenja navedenih kažnjivih aktivnosti. Na taj način propisana je sankcija za pokušaj izvršenja dela insajderske trgovine, što je u skladu sa odredbama Direktive o krivičnopravnim sankcijama za zloupotrebu na tržištu kapitala.<sup>27</sup> Sudija može da poveća novčanu kaznu troduplo ili do najvećeg iznosa desetostruke vrednosti proizvoda ili profita ostvarenog izvršenjem krivičnog dela, u zavisnosti od okolnosti pod kojima je ono izvršeno ili težine posledica koje su prouzrokovane njegovim izvršenjem. Od okolnosti pri izvršenju krivičnog dela se uzimaju u obzir lična obeležja izvršioca ili subjekta koje je pogođeno njegovim izvršenjem. Kada je u pitanju posledica, u obzir se uzimaju vrednost proizvoda ili profita stečenog izvršenjem krivičnog dela, koji se, u skladu sa odredbama Zakonodavnog dekreta, oduzimaju od izvršioca krivičnog dela, shodno principu da niko ne može imati koristi od izvršenja krivičnog dela.<sup>28</sup>

Krivično delo manipulacija na tržištu kapitala čini lice koje širi lažne informacije, obavlja simulovane aktivnosti ili druge poslove u nameri da značajno izmeni cenu finansijskih instrumenata. Za izvršioca navedenog krivičnog dela propisana je kazna zatvora od jedne do sedam godina i novčana kazna u iznosu od 20.000 do 5.000.000 evra. Kao što se može zaključiti, za postojanje dela nije neophodno nastupanje posledice. Međutim, s obzirom na to da je namera konstitutivno obeležje bića opisanog krivičnog dela, ono se može izvršiti isključivo sa umišljajem. Ukoliko se dogodi da, usled preduzimanja radnje izvršenja, nastupi teža posledica, ona će, u skladu sa odredbama Zakonodavnog dekreta predstavljati otežavajuću okolnost, koja će uticati na izricanje teže kazne u okviru propisanog raspona. U tom slučaju sud može da poveća novčanu kaznu od trostrukog do desetostrukog iznosa koristi ili profita stečenih izvršenjem krivičnog dela. Lične osobine izvršioca i visina prouzrokovane štete takođe su propisane kao posebne otežavajuće okolnosti u čl. 185. Imovinska korist se, u skladu sa odredbama Dekreta, obavezno oduzima od izvršioca krivičnog dela manipulacija na tržištu kapitala.

<sup>27</sup> Članom 6. Direktive predviđena je obaveza za zemlje članice da svojim nacionalnim zakonodavstvom propišu iste sankcije kao i za izvršioca dela za lica koja podstiču, pomažu ili pokušaju izvršenje neke od radnji koja predstavljaju krivična dela zloupotrebe na tržištu kapitala.

<sup>28</sup> Obaveza oduzimanja imovinske koristi propisana je članom 187. Zakonodavnog dekreta.

Uz sankcije koje se izriču izvršiocima krivičnih dela insajderska trgovina i manipulacija na tržištu kapitala, obavezno se izriču i mere bezbednosti, propisane Krivičnim zakonikom Italije. To su sledeće mere: zabrana vršenja službene dužnosti, zabrana vršenja određene profesije, zabrana vršenja rukovodećih pozicija u pravnim licima i preduzećima i zabrana zaključenja pravnih poslova sa institucijama javnog sektora<sup>29</sup>. Trajanje navedenih mera je ograničeno Zakonodavnim dekretom; one ne mogu trajati kraće od šest meseci i duže od dve godine od dana izricanja. Osim toga, propisano je i obavezno objavljivanje presude u dva časopisa, od kojih jedan mora da se bavi ekonomskim temama. Obavezno izricanje navedenih mera ima specijalno preventivno dejstvo. Na taj način se šalje jasna poruka potencijalnim izvršiocima da se vršenjem zloupotreba na tržištu kapitala ne isplati sticanje profita ili druge koristi.

#### 4. Zaključak

Odredbe Uredbe o sprečavanju zloupotreba na tržištu kapitala broj 596 iz 2014. godine imaju veliki značaj za definisanje elemenata bića krivičnih dela insajderska trgovina i manipulacija na tržištu kapitala. Osim toga, one su od posebnog značaja za ujednačavanje prekršajnih sankcija za određena ponašanja kojima se uređuje poslovanje na navedenom tržištu, kao i ovlašćenja nadležnih organa za njihovo izricanje. Iako ne predviđa obavezu zemalja članica da svojim nacionalnim zakonodavstvom propišu krivične sankcije za ponašanja kojima se ugrožava integritet tržišta kapitala, Uredba broj 596 iz 2014. godine ima značajan kazneno pravni domet. Njena implementacija na nacionalnom nivou zemalja članica i onih zemalja koje teže članstvu u Evropskoj uniji neodvojiva je od primene Direktive 57/2014. Navedena Direktiva je doneta upravo radi ujednačenja krivičnopravne zaštite tržišta kapitala na nivou zemalja članica Unije. Njom je propisana obaveza za zemlje članice da svojim nacionalnim propisima predvide krivične sankcije za insajdersku trgovinu i manipulacije na tržištu kapitala.

Na osnovu analize odredbi Zakonskog dekreta, može se zaključiti da je italijansko zakonodavstvo u velikoj meri usklađeno sa evropskim standardima u oblasti krivičnopravne zaštite integriteta tržišta kapitala. Visok

<sup>29</sup> Obavezno izricanje mera bezbednosti, kao i njihovo trajanje propisano je članom 186. Zakonskog dekreta. Sadržaj navedenih mera bezbednosti predviđen je članovima 28, 30, 32b i 32v. Krivičnog zakonika Italije (Codice penale). Tekst Zakonika na italijanskom jeziku sa poslednjim izmenama iz 2018. godine nalazi se na veb-stranici: <http://www.altalex.com/documents/news/2015/01/15/delle-pene>, 10.5.2018.

nivo usklađenosti prisutan je kako u pogledu definicija pojmova neophodnih za određivanje bića krivičnih dela, tako i u pogledu propisanih sankcija.

Navedenim Dekretom predviđene su krivične sankcije za brojna ponašanja kojima se ugrožavaju interesi učesnika na navedenom tržištu. Kvalitetno pravno-tehničko rešenje predstavlja okolnost što su krivična dela zloupotreba na tržištu kapitala predviđena sporednim krivičnim zakonodavstvom, jer su u istom propisu definisani pojmovi od značaja za utvrđivanje postojanja elemenata bića krivičnih dela, tako da je olakšana primena zakonskih opisa u kojima se mora koristiti blanketna dispozicija. Osim toga, smatramo da je dobro zakonsko rešenje to što su za navedena krivična dela propisane, uz kaznu zatvora, sporedne novčane kazne. Na taj način povećava se generalno preventivno dejstvo izrečene sankcije. Dobro je i to što je italijanski zakonodavac predvideo obavezno izricanje mera bezbednosti, kao i obavezno objavljivanje izrečene presude u časopisu koji se bavi ekonomskom tematikom. Obe navedene mere deluju preventivno ne samo na izvršioce dela kojima se one izriču, već i na potencijalne izvršioce. Ukoliko se veći broj lica upozna sa činjenicom da je neko pravno ili fizičko lice bilo odgovorno za zloupotrebe na tržištu kapitala i samo će se suzdržati od preduzimanja takvih aktivnosti. To se pozitivno odražava i na poverenje potencijalnih učesnika u adekvatnost zaštite njihovih interesa na tržištu kapitala. Kako je kod nekih krivičnih dela nastupanje štete konstitutivno obeležje njihovog bića, može se zaključiti da je, u cilju utvrđivanja nastupanja takve štete, kao i njene visine od ključnog značaja delatnost organa koji se bave nadzorom nad poslovanjem na tržištu kapitala. Zbog toga je, osim propisivanja krivičnih sankcija, neophodno na nacionalnom nivou stvoriti i uslove za kontinuirano stručno osposobljavanje i unapređenje postojećih znanja lica koja vrše nadzor u ime banaka i Komisije za vršenje nadzora nad poslovanjem na tržištu kapitala. Bez toga, kao i bez adekvatne saradnje sa organima krivičnog gonjenja, navedena kvalitetna rešenja predstavljaju samo osnov, ali ne i potpunu zaštitu interesa učesnika na navedenom tržištu.

Iako je italijanski pristup krivičnopravnoj zaštiti integriteta tržišta kapitala veoma sličan pristupu koji postoji u zakonodavstvu Republike Srbije, on ima i izvesnih prednosti. S obzirom da se krivična dela kojima se narušavaju interesi učesnika na navedenom tržištu vrše u cilju sticanja protivpravne imovinske koristi, sasvim je opravdan stav italijanskog zakonodavstva kojim je za skoro svako delo propisana obaveza izricanja novčane kazne uz kaznu zatvora. U zakonodavstvu Republike Srbije to nije slučaj. Novčana kazna se može izreći uz kaznu zatvora jedino

za krivična dela koja predstavljaju manipulaciju na tržištu kapitala i in-sajdersku trgovinu, ali samo ukoliko je usled njihovog izvršenja stečena protivpravna imovinska korist ili ukoliko je naneta šteta drugim licima. Osim toga, prednost italijanskog zakonodavstva ogleda se i u tome što je sporednim krivičnim zakonodavstvom propisano obavezno izricanje mera bezbednosti i obavezno objavljivanje presude, a što bi moglo da posluži kao uzor za naše zakonodavstvo.

Krivična dela kojima se narušava integritet tržišta kapitala treba da budu propisana sporednim krivičnim zakonodavstvom. Međutim, prednost italijanskog zakonodavstva u odnosu na zakonodavstvo Republike Srbije ogleda se i u tome što su ta dela predviđena isključivo jednim pravnim aktom. Propisivanje krivičnih dela sa više pravnih akata doprinosi pravnoj nesigurnosti, pa bi u narednom periodu možda trebalo razmisliti o tome da sva krivična dela kojima se narušava integritet tržišta kapitala u Republici Srbiji budu predviđena jednim zakonom.

## Literatura

- Brašić, J., „Institucionalne barijere za ulazak na tržište Republike Srbije i potencijalna konkurencija“, *Pravni zapisi*, 1/2016, 117-133.
- Cascone, R., *Il doppio binario sanzionario in materia di abusi di mercato: profili di criticita e prospettive di riforma*, Tesi di Laurea in Diritto penale dell'economia, Libera Universita Internazionale degli studi sociali (Luiss, Guido Carli) 2016, <http://www.giurisprudenzapenale.com/wp-content/uploads/2016/11/tesi-doppio-binario-sanzionario-abusi-di-mercato-redente-cascone.pdf>, 10.5.2018.
- Monterossi, M., *Abusi di mercato: la tradizione statunitense e il confronto con le „soluzioni europee“ recedite dall'Italia*, Tesi di Dottorato, Libera Universita Internazionale degli studi sociali (Luiss, Guido Carli) 2013, <http://eprints.luiss.it/1223/1/20130409-monterossi.pdf>, 10.5.2018.
- Nikolić, Lj., Mojašević, A., „Organizacija finansijskih tržišta“, u: *Zaštita ljudskih i manjinskih prava u evropskom pravnom prostoru* (ur. Predrag Dimitrijević), Niš 2012, 113-127.
- Stojanović, Z. et al. *Priručnik za suzbijanje privrednog kriminaliteta i korupcije*, Ministarstvo pravde SAD, Kancelarija za međunarodnu pomoć, usavršavanje i profesionalnu obuku u pravosuđu i Misija OEBS-a u Srbiji, Beograd 2017.

## Pravni izvori

- Codice penale Italiano, <http://www.altalex.com/documents/news/2015/01/15/delle-pene>, 10.5.2018.
- Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan on Building a Capital markets Union), Brussels, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>, 10.5.2018.
- Convention on Insider Trading, Strassbourg, 20. IV 1989, <https://rm.coe.int/CoERMPublicCommonSearchServices/DisplayDCTMContent?documentId=090000168007b0d5>, 10.5.2018.
- Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), *Official Journal L* 096 12/4/2003,
- Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014, on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive), *Official Journal of the European Union L* 173/179, 12/6/2014., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>, 10.5.2018.
- Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, *Official Journal of the European Union L* 173/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>, 10.5.2018.
- Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs.n.223 del 15.12.2017. in vigore dal 28.2.2018 (Tekst je objavljen sa izmenama od 15.12.2017. godine, koje su stupile na pravnu snagu 28.2.2018. godine), Consob, 2018., [http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88), 10.5.2018.

**Jelena Kostić, Ph.D**

Research Fellow

Institute of Comparative Law, Belgrade

**CHALLENGES OF HARMONIZATION WITH EU STANDARDS  
IN CAPITAL MARKET PROTECTION BY CRIMINAL LAW -  
EXAMPLE OF ITALIAN LEGISLATION**

## Summary

In the modern economies, capital markets can greatly contribute to the development of the national economy. Bearing in mind above mentioned, during the time the idea of improving the protection of the capital market participant's interests has been developed. Therefore, at the EU level in 2014 has been adopted Regulation and Directive which provides the obligation for member states to prescribe the criminal sanctions for capital market abuses. Nowadays, almost all national legislation provides protection of the capital market participants interests by criminal law. In some of them criminal sanctions have been provided by secondary criminal legislation. Such an approach exists in the Republic of Serbia and Italy. Before the accession to the European Union, the Republic of Serbia should harmonize its national legislation with Union *acquis*. Bearing in mind the similarity of access to capital markets protection by criminal law between Italian and Serbian legislation, perhaps some Italian solutions could be an example for further harmonization with EU standards. Therefore, the subject of analysis in this paper is the capital market protection by Italian criminal law and its compliance with the EU legislation in this area.

**Keywords:** capital market, offenses, criminal law, protection.