

**HANFA**

HRVATSKA AGENCIJA ZA  
NADZOR FINANCIJSKIH USLUGA

# Uvođenje prihvaćene tržišne prakse (MAR AMP) na Zagrebačkoj burzi

---



**Dokument za raspravu**  
**„Uvođenje prihvaćene tržišne prakse  
(MAR AMP) na Zagrebačkoj burzi“**

---

ožujak 2025.

The logo for HANFA, featuring the word "HANFA" in a bold, dark blue, sans-serif font. Above the text is a red, curved line that arches over the letters, resembling a stylized wave or a bridge.

# SADRŽAJ

---

<b>1. UVOD.....</b>	<b>4</b>
<b>2. PRIHVACENA TRŽIŠNA PRAKSA (ACCEPTED MARKET PRACTICE) ZA PRUŽATELJE LIKVIDNOSTI.....</b>	<b>8</b>
Što je pružatelj likvidnosti u kontekstu MAR AMP-a?.....	11
Kako trenutačno izgleda likvidnost na ZSE-u?.....	15
Poticaji za sklapanje ugovora za pružanje likvidnosti.....	18
<b>3. OPIS AMP-a KOJI BI SE PRIMIJENIO NA ZSE.....</b>	<b>23</b>
<i>Svrha AMP-a.....</i>	<i>23</i>
<i>Predloženi datum uspostave AMP-a.....</i>	<i>23</i>
<i>Vrste osoba koje mogu obavljati AMP i koje mogu imati koristi od izvođenja AMP-a.....</i>	<i>24</i>
<i>Oblik ugovora.....</i>	<i>24</i>
<i>Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti.....</i>	<i>26</i>
<i>Uvjeti za provođenje transakcija u okviru ugovora o pružanju likvidnosti.....</i>	<i>27</i>
<i>Situacije koje dovode do obustave ugovora o pružanju likvidnosti.....</i>	<i>30</i>
<i>Transparentnost i javne objave.....</i>	<i>31</i>
<i>Razlozi zbog kojih bi se praksa mogla smatrati manipulacijom tržišta (u slučaju da se ne uredi transparentno).....</i>	<i>32</i>
<b>Prilog I. – Pregled i usporedba trenutačno usvojenih AMP-ova u EU-u.....</b>	<b>35</b>
<b>Prilog II. - Primjer predložka ugovora o pružanju likvidnosti.....</b>	<b>50</b>
<b>Popis kratica.....</b>	<b>57</b>

---

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

**Adresa:** Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb

**Telefon centrale:** +385 1 6173 200

**Telefaks:** +385 1 4811 406

**WEB:** [www.hanfa.hr](http://www.hanfa.hr)

**ISSN:** 2671-2067

Molimo korisnike ovog dokumenta da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

## 1. UVOD

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu: Hanfa) odgovorna je, uz Hrvatsku narodnu banku i Ministarstvo financija, za stabilnost financijskog sustava u Republici Hrvatskoj pa je promicanje i očuvanje financijske stabilnosti, u skladu sa Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, jedan od osnovnih ciljeva njezina rada. **Stabilan financijski sustav** podrazumijeva nesmetano funkcioniranje svih njegovih segmenata (financijskih institucija, **tržišta**, usluga i infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i njegovu otpornost na iznenadne šokove.

U sklopu svog temeljnog cilja očuvanja stabilnosti financijskog sustava Hanfa ima obvezu poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta. Jedan je od ciljeva navedenih u nacrtu<sup>1</sup> Akcijskog plana Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (javno savjetovanje završilo je 7. ožujka 2025.) unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala. Jedan od načina kako Hanfa može ostvariti taj cilj jest prikupljanje informacija o tome postoji li tržišna potreba za primjenom trenutačno neiskorištenih regulatornih izuzetaka koje omogućuje Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ<sup>2</sup> (dalje u tekstu: **MAR**). Napominje se kako je istraživanje te opcije jedna od predviđenih aktivnosti u sklopu nacrtu Akcijskog plana Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (4.5.3. Konzultacije za uvođenje prihvaćene tržišne prakse).

Likvidnost je jedan od najvažnijih preduvjeta efikasnosti tržišta. Što je veće povjerenje ulagatelja da će u bilo kojem trenutku biti u mogućnosti kupiti ili prodati neki instrument, to je veća njihova spremnost za ulaganje. Da bi se postigla potrebna razina likvidnosti, pojedina tržišta Xetra (primjerice Bečka burza, Frankfurtska burza) propisuju dodatne zahtjeve u vezi s likvidnosti dionica da bi se njima moglo trgovati na uređenom tržištu u režimu kontinuirane trgovine (to je mjera osiguravanja dubine knjige ponuda i sužavanja raspona cijena). Na Bečkoj burzi uvjet za uvrštenje dionica na sve segmente, osim za „globalno tržište“ i za modalitet dražbe na segmentu „standardno tržište“, jest da dionica ima bar jednog održavatelja tržišta / pružatelja likvidnosti<sup>3</sup>. Na Frankfurtskoj burzi koristi se režim dodijeljenog sponzora<sup>4</sup> (engl. *designated sponsor*), što je (obvezni) pružatelj likvidnosti za one dionice koje se nalaze ispod mjere likvidnosti koju određuje Xetra

<sup>1</sup> Dostupno na: <https://esavjetovanja.gov.hr/ECon/MainScreen?entityId=29905>

<sup>2</sup> Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0596-20241204>

<sup>3</sup> Dostupno na: <https://www.wienerbourse.at/uploads/u/cms/files/issuers/ipo/market-segments-of-the-vienna-stock-exchange.pdf>

<sup>4</sup> Dostupno na: <http://www.xetra.com/xetra-en/trading/trading-models/liquidity-through-designated-sponsors/designated-sponsor-requirements>

(XLM – *Xetra Liquidity Measure*<sup>5</sup>). Dodijeljeni sponzori mogu biti svi članovi burze koji zadovoljavaju uvjete za održavatelje tržišta. Ovo su kriteriji koje Xetra primjenjuje za određivanje tog praga likvidnosti:

- Ako je XLM (koji se računa na temelju podataka od posljednja četiri mjeseca) ispod ili jednak 100 baznih bodova (b.b.) i prosječni dnevni promet (za posljednja tri mjeseca) veći ili jednak 2,5 milijuna EUR, dionice se svrstavaju u kategoriju A i smatra se da se njima može trgovati bez dodijeljenog sponzora.
- Ako je XLM iznad 100 b.b. ili je prosječni dnevni promet (za posljednja četiri mjeseca) manji od 2,5 milijuna EUR, dionice se svrstavaju u kategoriju B te moraju imati bar jednog dodijeljenog sponzora.

XLM u jednom pokazatelju kombinira tri dimenzije likvidnosti: širinu, dubinu i brzinu izvršenja – kroz utjecaj teoretske ponude na tržište (taj utjecaj razmatra se iz minute u minutu i konstantno se rekonstruira). Izračunana prosječna cijena uspoređuje se s teoretskom tržišnom cijenom (srednja vrijednost između najbolje ponude za kupnju i najbolje ponude za prodaju) – što je ta razlika veća, viša je vrijednost XLM te je manja likvidnost dionice. XLM se izražava u b.b. (100 b.b. = 1 %) i omogućuje standardiziranu usporedbu razine likvidnosti među dionicama. Veoma sličan pokazatelj likvidnosti koristi i Budimpeštanska burza – BLM<sup>6</sup> (*Budapest Liquidity Measure*).

Na Xetra tržištima, kao i na drugim tržištima (primjerice Nasdaq Nordic i Nasdaq Baltic, Borsa Italiana), postoji niz istraživanja koja potvrđuju pozitivan utjecaj pružatelja likvidnosti na cijenu, volumene, dubinu knjige ponuda, raspon cijena i trošak transakcije uvrštenih instrumenata. U ovom se dokumentu neće detaljnije opisivati rezultati tih istraživanja, ali upućujemo na:

- *Designated Sponsors and Bid-Ask Spreads on Xetra*<sup>7</sup>
- *Liquidity Provider Incentives in Fragmented Securities Markets*<sup>8</sup> (Xetra)
- *Why do listed firms pay for market making in their own stock?*<sup>9</sup> (Oslo Stock Exchange)
- *Do “thinly-traded” stocks benefit from specialist intervention?* (Borsa Italiana).

<sup>5</sup> Dostupno na: <https://www.xetra.com/xetra-en/trading/market-quality/xlm-xetra-liquidity-measure>

<sup>6</sup> Dostupno na: <https://www.bse.hu/Prices-and-Markets/Data-download/Budapest-Liquidity-Measure>

<sup>7</sup> Hengelbrock, Jördis, *Designated Sponsors and Bid-Ask Spreads on Xetra* (October 31, 2008). Dostupno na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1046961> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1046961>

<sup>8</sup> Clapham, Benjamin and Gomber, Peter and Lausen, Jens and Panz, Sven, *Liquidity Provider Incentives in Fragmented Securities Markets* (May 18, 2017). Dostupno na: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2970452> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2970452>

<sup>9</sup> Johannes Atle Skjeltorp, Bernt Arne Ødegaard, *Why do listed firms pay for market making in their own stock?* Dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/fima.12058>



Na ZSE-u trenutačno postoje tri održavatelja tržišta (Interkapital vrijednosni papiri d.o.o., Zagrebačka banka d.d., Raiffeisenbank Austria d.d.<sup>10</sup>) za 20 ISIN-a (od čega su njih pet ETF-ovi, tri ISIN-a koji se odnose na državne obveznice Republike Hrvatske / trezorske zapise Ministarstva financija Republike Hrvatske i dvanaest ISIN-a koji se odnose na dionice izdavatelja sa ZSE-a). Broj društava koja obavljaju tu aktivnost na ZSE-u, kao i broj pokrivenih dionica, još uvijek nije dovoljan kako bi materijalno utjecao na likvidnost na ZSE-u (što je vjerojatno povezano i s nižom razinom likvidnosti na ZSE-u, kao i smanjenom mogućnosti ostvarenja dobiti iz te aktivnosti).

Međutim, slični se efekti mogu postići korištenjem usluga pružatelja likvidnosti, a koji se reguliraju kroz **mehanizam prihvaćene tržišne prakse za pružatelje likvidnosti**. Takav mehanizam već postoji za dionice izdavatelja financijskih instrumenata uvrštenih za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova, kroz Delegiranu uredbu Komisije (EU) 2022/1959 od 13. srpnja 2022. o dopuni Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se utvrđuje predložak ugovora o pružanju likvidnosti za dionice izdavatelja financijskih instrumenata uvrštenih za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova<sup>11</sup>. Da bi se takav mehanizam primijenio na uređenom tržištu, potrebno je usvajanje prihvaćene tržišne prakse od strane Hanfe, u skladu s člankom 13. MAR-a.

MAR-om se utvrđuje usklađeni okvir kojim se zabranjuje manipuliranje tržištem, a koji obuhvaća zabranu zaključivanja transakcije, davanja naloga ili postupanja kojim se daje ili bi se mogao dati lažan ili obmanjujući signal u pogledu ponude, potražnje ili cijene instrumenta obuhvaćenog područjem primjene MAR-a ili kojim se osigurava ili bi se mogla osigurati cijena takvog instrumenta. Međutim, MAR predviđa i iznimku od opće zabrane manipuliranja tržištem. Kako bi iskoristila tu iznimku („sigurna luka”), dotična osoba mora utvrditi da su izvršena transakcija, izvršeni nalog ili primijenjeno ponašanje izvršeni iz legitimnih razloga i u skladu s tržišnim praksama koje je službeno prihvatilo nadležno tijelo – one se nazivaju **prihvaćenim tržišnim praksama (engl. accepted market practices – MAR AMP)**.

Člankom 13. MAR-a predviđeno je da nadležno tijelo može uspostaviti takve prihvaćene tržišne prakse uzimajući u obzir propisane kriterije. Relevantna odredba MAR-a u pogledu prihvaćenih tržišnih praksi dopunjena je regulatornim tehničkim standardima o prihvaćenim tržišnim praksama<sup>12</sup> u kojima se opisuju kriteriji koje bi nadležno tijelo trebalo uzeti u obzir prije donošenja odluke o uspostavi prihvaćene tržišne prakse.

Hanfa smatra da je potrebno identificirati potencijal takve inicijative za podizanje razine likvidnosti na ZSE-u te dobiti povratnu informaciju tržišta, pod uvjetom da takva rješenja ne utječu negativno na općenitu transparentnost trgovanja (koliko je to moguće i proporcionalno, ovisno o stupnju likvidnosti instrumenta).

<sup>10</sup> Raiffeisenbank Austria d.d. održavatelj je tržišta za izdanja državnih obveznica Republike Hrvatske i trezorskih zapisa Ministarstva financija Republike Hrvatske.

<sup>11</sup> Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022R1959>

<sup>12</sup> Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0908>

Konzultacije se provode u obliku ovog dokumenta za raspravu u svrhu dobivanja što detaljnijih povratnih informacija od tržišnih sudionika, koje će Hanfa koristiti kao podlogu za donošenje daljnjih odluka u pogledu potrebe izdavanja smjernica i preporuka ili uvođenja regulatorno dopuštenih izuzetaka.

### **Rok za dostavu komentara**

Komentari će se zaprimati **do 1. svibnja 2025.** na adresu elektroničke pošte [capital.markets@hanfa.hr](mailto:capital.markets@hanfa.hr). Upućujemo vas na to da kod dostave naznačite radi li se o povjerljivom dokumentu ili se on može javno objaviti. U slučaju da je dio odgovora povjerljiv, a dio javan, možete dostaviti dva ispunjena obrasca, jedan s oznakom „javno“, a drugi s oznakom „povjerljivo“.

Kod odgovora na pitanja upućujemo vas na to da:

- se držite teme koja je predmet pitanja, s tim da opcionalno dio možete dostaviti kao dodatne komentare (povezane s ovom temom), a koji nisu pokriveni popisom pitanja iz Dokumenta za raspravu
- što je više moguće pojasnite svoje stavove te, ako je moguće, uključite i procjene troškova i koristi predloženih rješenja
- opišete alternativna rješenja / prijedloge koje bi Hanfa trebala razmotriti.



## 2. PRIHVAĆENA TRŽIŠNA PRAKSA (ACCEPTED MARKET PRACTICE) ZA PRUŽATELJE LIKVIDNOSTI

Zakon o tržištu kapitala (NN, br. 65/18, 17/20, 83/21, 151/22 i 85/24)<sup>13</sup> (dalje u tekstu: **ZTK**) te Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014 o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinačena)<sup>14</sup> (dalje u tekstu: **MiFID II**) kod definicije održavatelja tržišta daje naglasak na to da održavatelj tržišta radi za vlastiti račun (ne za račun trećih osoba) te koristi vlastiti kapital, što podrazumijeva izloženost tržišnom riziku. Održavatelji tržišta na ZSE-u mogu istovremeno sklopiti ugovore o pružanju likvidnosti s izdavateljima, što za održavatelja tržišta iz MiFID-a može biti problematično, ovisno o tome kakvu bi konkretnu uslugu pružao izdavatelju i o tome osigurava li izdavatelj sredstva za pružanje likvidnosti ili ne – bilo u novcu ili u trezorskim dionicama. Navedeno **ne znači** da bi postojanje ugovornog odnosa između izdavatelja i pružatelja likvidnosti samo po sebi predstavljalo manipulaciju tržištem, ali ovisno o njegovu sadržaju mogu se pojaviti različiti sukobi između interesa izdavatelja i interesa tržišta kao cjeline ako se u sustav ne ugrade mjere za njihovo sprječavanje te ako se sve okolnosti ugovornog odnosa transparentno ne objave. Povećanje likvidnosti tržišta u svakom je slučaju legitiman interes koji, ako se pravilno primijeni, može podići pouzdanje u tržište za dionice za koje postoji održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti. Isto tako, prisutnost pružatelja likvidnosti na tržištu koji nisu održavatelji tržišta i ne trguju za vlastiti račun oslobađa kapital i likvidnost investicijskih društava te im omogućuje da se u većem obujmu bave takvom uslugom. Međutim, na ZSE-u trenutačno nije moguće pružati likvidnost na drugi način osim kao održavatelj tržišta u smislu Pravila ZSE-a<sup>15</sup> (što podrazumijeva trgovanje za vlastiti račun te ima utjecaj na kapitalne zahtjeve i održavanje pokazatelja likvidnosti).

Uobičajeni način povećanja likvidnosti dionice jest kroz ugovore sa samom burzom. Održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti ulazi u ugovorni odnos s mjestom trgovanja te kotira ponude za određene dionice u određenom vremenskom intervalu uobičajeno nudeći cijene u oba smjera (ponude za kupnju i prodaju). U takvim slučajevima održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti dobit ostvaruje na rasponu cijene, a ugovori s mjestima trgovanja uobičajeno sadrže i druge prednosti/pogodnosti za održavatelja tržišta ili pružatelja likvidnosti u smislu popusta na transakcijske naknade ili druge vrste kompenzacija. Međutim, u tim slučajevima održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti svoje aktivnosti obavlja neovisno od izdavatelja (koji ga ne financira) pa je održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti u punom smislu izložen tržišnom riziku iz svojih aktivnosti. Takav tržišni rizik potiče ih da kotiraju (nude) cijene koje su što bliže tržišnoj cijeni. Taj poticaj čini

<sup>13</sup> Dostupno na: <https://www.zakon.hr/z/171/Zakon-o-tr%C5%BEi%C5%A1tu-kapitala-1-2>

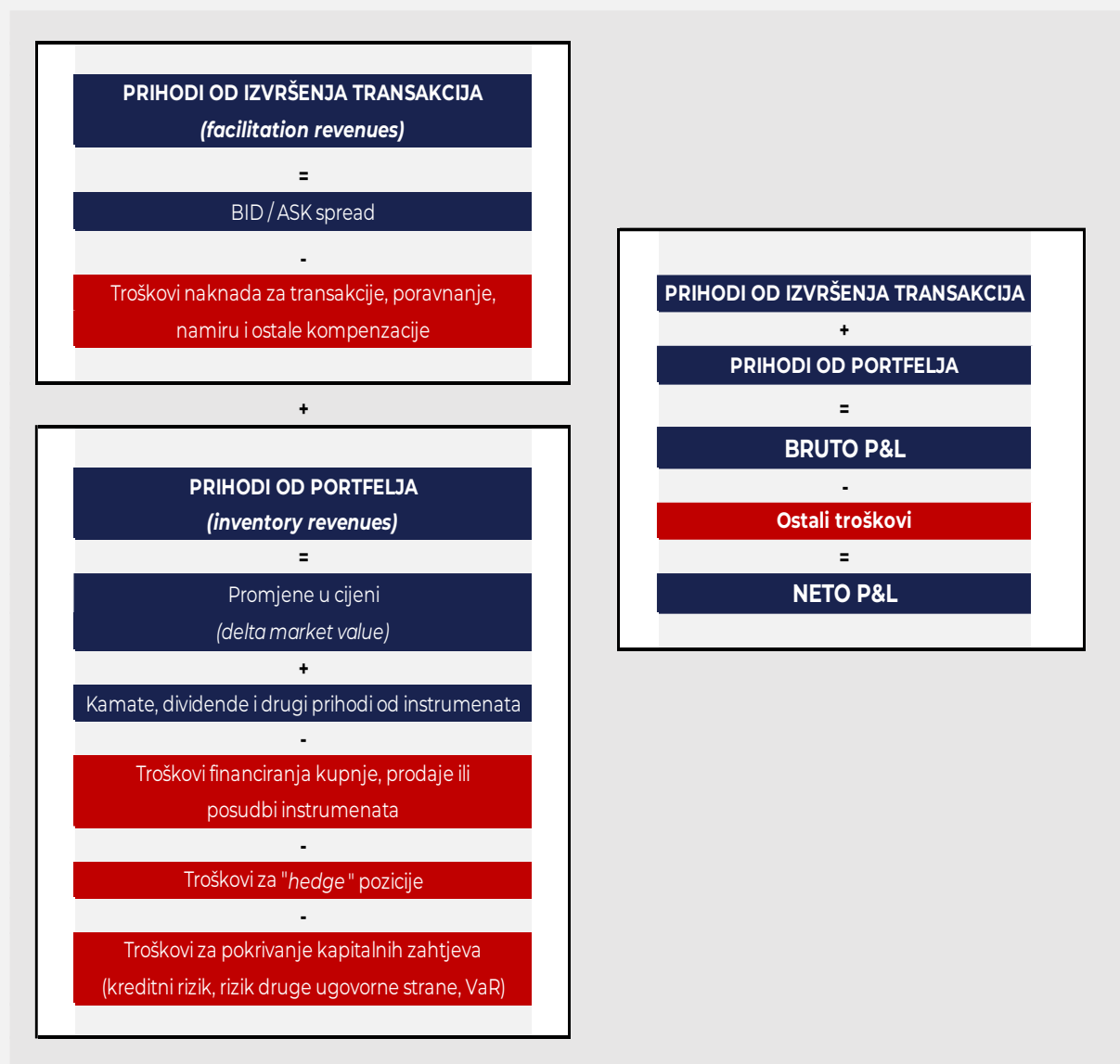
<sup>14</sup> Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014L0065-20250117>

<sup>15</sup> Dostupno na: <https://zse.hr/hr/pravila-burze-i-drugi-akti/252>

manje vjerojatnom situaciju u kojoj bi održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti tržištu slao lažne signale u vezi s cijenom (s obzirom na to da takvo ponašanje može izazvati gubitke za održavatelja tržišta).

Međutim, aktivnost održavanja tržišta mora biti i isplativa za društvo koje ju provodi. Za ilustraciju načina formiranja računa dobiti i gubitka (P&L) održavatelja tržišta dajemo grafički prikaz (slika 1.) njegove bilance (to se odnosi i na pružatelja likvidnosti koji radi za vlastiti račun).

Slika 1. Prikaz računa dobiti i gubitka održavatelja tržišta



Izvor: Hanfa

S obzirom na trenutačni opseg aktivnosti održavatelja tržišta na ZSE-u, kao i na trenutačnu razinu likvidnosti, može se pretpostaviti da je interes kreditnih institucija i investicijskih društava (u smislu P&L-a) za „klasičnu“ aktivnost održavanja tržišta ograničen (o tome su postavljena pitanja u cjelini II. ovog dokumenta). Kao alternativu klasičnom održavanju tržišta Hanfa inicira raspravu o **potencijalnom usvajanju AMP-a za pružatelje likvidnosti** koji se već koristi na

francuskom i španjolskom tržištu. Na francuskom tržištu (Euronext Paris, uređeno tržište i MTP) ovim AMP-om koristi se oko 300 izdavatelja. Ovaj AMP, ako se uredi na odgovarajući način, može pomoći likvidnosti malih tržišta. Primjerice, u Španjolskoj je ta praksa uvedena za dionice upravo zato jer je „klasično“ održavanje tržišta bilo neisplativo za financijske institucije. Pet nacionalnih tijela nadležnih za tržište kapitala uvelo je na svojim tržištima takve prakse – nizozemski Autoriteit Financiële Markten (AFM), španjolski Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), portugalski Comissão do mercado de valores mobiliários (CMVM), francuski Autorité des marchés financiers (AMF) i talijanski Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB).

Postoje različiti parametri na temelju kojih se može mjeriti učinkovitost ugovora o pružanju likvidnosti: raspon (engl. *spread*), dostupna likvidnost u najboljim granicama, osiguranje pravilnosti trgovanja, izbjegavanje naglih poremećaja u određivanju tržišnih cijena. Iz tih razloga potencijalni učinak ugovora o pružanju likvidnosti nije moguće mjeriti samo na temelju učestalosti trgovanja ili broja dionica kojima se trguje, posebno kada se podaci uspoređuju između ISIN-a na koje se odnosi ugovor. Na primjer, moguće je da je ugovor o pružanju likvidnosti koristan za trgovanje nelikvidnom dionicom (usprkos manjem broju transakcija), dok je drugi ugovor o pružanju likvidnosti manje učinkovit iako se njime trgovalo mnogo većim brojem dionica, ali dionica sama po sebi ima veći stupanj likvidnosti.

Bitno je napomenuti da se održavatelji tržišta u smislu MiFID-a II/RTS-a 8<sup>16</sup> i pružatelji likvidnosti mogu razlikovati (ne mora se raditi o istim kategorijama). Da bi se društvo smatralo održavateljem tržišta u smislu RTS-a 8, preduvjet je da se društvo bavi **algoritamskim trgovanjem** u smislu čl. 4. točke 39. MiFID-a II **u sklopu kojeg provodi strategiju održavanja tržišta** za jedan ili više instrumenata. „Algoritamskim trgovanjem“ smatra se trgovanje financijskim instrumentima u kojem računalni algoritam automatski određuje pojedinačne parametre naloga, npr. treba li postaviti početne uvjete za nalog, trenutak zadavanja naloga, cijenu ili količinu u nalogu ili kako upravljati nalogom nakon njegova zadavanja, uz ograničenu ljudsku intervenciju ili bez nje. Investicijsko društvo provodi strategiju održavanja tržišta ako pri njezinu izvršenju **tijekom polovine dana trgovanja u jednom mjesecu** objavljuje obvezujuće istodobne ponude kupnje i prodaje usporedive veličine (po veličini se ne smiju međusobno razlikovati za više od 50 %) i konkurentnih cijena te trguju za vlastiti račun u okviru najmanje jednog financijskog instrumenta na jednom mjestu trgovanja **najmanje 50 % dnevnih sati neprekidnog trgovanja** na tom mjestu trgovanja, ne uključujući početne i završne dražbe. Smatra se da ponude imaju konkurentne cijene ako se objavljuju na razini ili unutar najvećeg raspona kupovnih i prodajnih cijena koje je mjesto trgovanja utvrdilo i koje zahtijeva za svako investicijsko društvo koje je s njim potpisalo ugovor o održavanju tržišta. Ako su ti uvjeti ostvareni, društvo je obvezno sklopiti ugovor o održavanju tržišta s tržišnim operaterom i primjenjivati sve zahtjeve iz RTS-a 8. U tom smislu, odnos između investicijskog društva i tržišnog operatera bit će

<sup>16</sup> Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0578>

primarno reguliran zakonom (podrazumijeva se da ugovor mora biti sklopljen, ali minimalni sadržaj ugovora ograničen je fiksnim zakonskim okvirom), dok bilo kakvi eventualni zahtjevi koji idu iznad zakonskog minimuma opet spadaju u domenu ugovornog prava.

Investicijska društva koja ne ispunjavaju kriterije iz RTS-a 8 i dalje mogu pružati likvidnost na tržištu, a okvir njihova djelovanja uređuje burza kroz pravila rada i ugovorne odredbe. Naravno, ako ta investicijska društva u nekom trenutku ispune kriterije iz RTS-a 8 ili odluče da će početi ispunjavati te kriterije, ona postaju regulatorno uređeni održavatelji tržišta. Napominje se da obveza investicijskih društava koja ispunjavaju kriterije iz RTS-a 8 da sklope ugovor o održavanju tržišta s tržišnim operaterom nije povezana s klasifikacijom instrumenta kao likvidnog ili nelikvidnog u smislu MiFIR-a. U tom smislu upućujemo na uvodne izjave 5. i 6. RTS-a 8<sup>17</sup>, kao i na članak 5. RTS-a 8, iz kojih je vidljivo da se likvidnost instrumenta kao i modalitet trgovanja uzimaju u obzir samo kod primjene obveze da mjesta trgovanja uspostave sustav održavanja tržišta u smislu članka 48. stavka 2. točke b. MiFID-a II. Dakle, primjena RTS-a 8 na investicijska društva ovisi o razini njihove aktivnosti, dok primjena obveze tržišnog operatera da uspostavi sustav održavanja tržišta ovisi o tome radi li se o likvidnoj dionici i o modalitetu trgovanja. Kada govorimo o uspostavljanju sustava održavanja tržišta, misli se na obvezu da burza propiše zahtjeve koji se primjenjuju na održavatelje tržišta te poticaje koji se primjenjuju na te održavatelje (s ciljem stimuliranja obavljanja aktivnosti). To ne znači da mjesta trgovanja i za nelikvidne instrumente i druge modalitete trgovanja ne mogu na dobrovoljnoj bazi uspostaviti sustav poticaja.

## Što je pružatelj likvidnosti u kontekstu MAR AMP-a?

Najbitnija je razlika u odnosu na „klasičnog“ održavatelja tržišta u tome što:

- takvu aktivnost inicira izdavatelj
- izdavatelj određuje kada se s takvom aktivnosti počinje i prestaje

---

<sup>17</sup> (5) „Svi članovi ili sudionici koji se bave algoritamskim trgovanjem i provode strategiju održavanja tržišta na mjestu trgovanja koje dopušta ili omogućuje algoritamsko trgovanje trebali bi s operaterom tog mjesta trgovanja sklopiti ugovor o održavanju tržišta. No poticaje u okviru sustava održavanja tržišta trebalo bi propisati samo za određene instrumente kojima se trguje u okviru sustava trgovanja koji se temelji na knjizi naloga i neprekinutoj dražbi.“

(6) „Jasno bi trebalo utvrditi slučajeve u kojima mjesta trgovanja nisu obvezna uspostaviti sustav održavanja tržišta, uzimajući u obzir vrstu i opseg trgovanja u okviru tih mjesta trgovanja. Primjereno je u tu svrhu utvrditi financijske instrumente i sustave trgovanja koji povećavaju rizik visoke volatilnosti i za koje je bitno poticati osiguravanje likvidnosti kako bi se osiguralo uredno i učinkovito funkcioniranje tržišta. U tom pogledu ovom uredbom trebalo bi uzeti u obzir činjenicu da pri algoritamskom trgovanju određenim likvidnim instrumentima u okviru sustava trgovanja koji se temelje na knjizi naloga i neprekinutoj dražbi postoji veći rizik od prekomjerne reakcije na vanjske događaje koji mogu povećati volatilnost tržišta.“

- izdavatelj definira koliko će se sredstava koristiti za pružanje likvidnosti (definira opseg tržišne aktivnosti)
- izdavatelj financira pružatelja likvidnosti (osigurava novčana sredstva i/ili dionice koje su potrebne za provođenje aktivnosti).

Pojednostavljeno, izdavatelj procijeni da bi za svoje dionice htio povećati likvidnost na tržištu (to je legitiman interes izdavatelja) i angažira člana burze koji će za njegov račun provoditi takve aktivnosti te članu direktno ili indirektno omogućuje financiranje takvog programa. Međutim, u takvim okolnostima interes izdavatelja uistinu se može sukobiti s općim interesom tržišta, stoga je potrebno procijeniti do koje razine takav sukob može utjecati na tržište u cjelini te kako njime upravljati i postići odgovarajuću razinu transparentnosti. U interesu izdavatelja može biti da im se dionice prikažu što likvidnijima, ili da se prikaže porast cijene ili izbjegne njezin pad, ili prikaže porast prometa kako bi se dionica uvrstila u neki od tržišnih indeksa (i tako bila privlačnija ulagateljima) ili radi poboljšanja pokazatelja poslovanja izdavatelja, budućeg prikupljanja sredstava s tržišta, ili korištenja vlastitih dionica kao kolaterala u raznim ugovorima, ili financijskih interesa osoba u upravljačkim tijelima izdavatelja. Ovisno o sadržaju ugovora s izdavateljem te ovisno o ostalim okolnostima odnosa između pružatelja likvidnosti i izdavatelja, kao i karakteristikama samog tržišta na kojem se aktivnost provodi, odnos pružatelja likvidnosti (koji nije održavatelj tržišta) i izdavatelja može prouzrokovati sukob između interesa tržišta i interesa izdavatelja. Kod procjene koliko trenutni model sadrži potencijalnih rizika za integritet tržišta potrebno je uzeti u obzir sljedeće:

- Je li pružatelj likvidnosti autonoman u davanju naloga za kupnju ili prodaju ili postoji mogućnost da izdavatelj može davati instrukcije (kako trgovati), što je posebno „opasno“ oko datuma koji su osjetljivi za izdavatelja (u vrijeme objave financijskih rezultata, nakon objave ključnih informacija ili sekundarnih ponuda, dok traju stabilizacijski ili *buy-back* programi, dok se odobrava ponuda za preuzimanje...)?
- Ovisno o dubini tržišta, rasponu cijena i likvidnosti općenito, moguće je da je glavni poticaj za pružanje takve usluge upravo naknada koju pružatelji likvidnosti dobivaju od izdavatelja, što također može prouzrokovati tržišne asimetričnosti.
- Postoji mogućnost da pružatelj likvidnosti (bilo na svoju inicijativu, bilo na nalog izdavatelja) neće imati bar približno uravnoteženu knjigu ponuda, već će favorizirati jednu stranu, primjerice kupovati u značajno većim količinama nego prodavati, što stvara tržišne asimetrije i u konačnici rezultira pomakom u cijeni.
- Postoji mogućnost da će pružatelj likvidnosti, u nedostatku tržišnog interesa koji proizvodi stvarna izloženost tržišnom riziku, imati prakse izlaganja ponuda koje će imati iskrivljujući utjecaj na cijene (primjerice, izlažući ponude po povoljnijim cijenama nego što bi bile da u transakciji sudjeluju neovisne strane).

- Postoji mogućnost da pružatelj likvidnosti ostvari dominantan položaj na tržištu, što proizvodi dodatne distorzije tržišta.
- Ugovorni odnos može biti nedovoljno transparentan, što može spriječiti ostatak tržišta da procijeni koliko ugovor „dodaje“ likvidnosti tržištu (o odnosu na ono koliko bi je bilo da ugovora nema).
- Pružatelj likvidnosti može imati nedopušteni poticaj da poveća razinu trgovanja da bi povećao svoju ugovornu naknadu.

Iz svih gore navedenih razloga takvi ugovori:

- moraju biti regulirani prihvaćenom tržišnom praksom koja će ugraditi odgovarajuće zaštitne mjere i ograničenja u provođenje takve aktivnosti (navedenu praksu odabralo je pet država članica) ili
- moraju biti zabranjeni zbog navedenih rizika za integritet tržišta.

Obveza reguliranja prihvaćenih tržišnih praksi predviđena je MAR-om:

## MAR

### Članak 13. – prihvaćene tržišne prakse

Predviđeno je da se postupanje iz legitimnih razloga (čl. 9. MAR-a) u skladu s prihvaćenom tržišnom praksom – koju je usvojila Hanfa – neće smatrati manipulacijom tržištem u smislu čl. 12. st. 1. točke a. MAR-a. Propisane su okolnosti koje Hanfa mora razmotriti kod usvajanja prihvaćene tržišne prakse. Predviđeno je obavještanje ESMA-e i drugih nadležnih tijela najmanje tri mjeseca prije nego što prihvaćena tržišna praksa stupi na snagu. ESMA u roku od dva mjeseca od primitka predmetne obavijesti o namjeri uspostave AMP-a donosi Mišljenje o procjeni usklađenosti predloženog AMP-a sa zahtjevima iz čl. 13. st. 2. MAR-a i pripadajuće Delegirane uredbe 2016/908 (link na Delegiranu uredbu u fusnoti br. 18); to Mišljenje javno se objavljuje na internetskim stranicama ESMA-e. U Mišljenju ESMA može prigovoriti namjeravanom AMP-u u slučaju da smatra kako on nije usklađen sa zahtjevima iz MAR-a i spomenute Delegirane uredbe 2016/908. Pored ESMA-e, i bilo koje drugo nacionalno nadležno tijelo koje smatra da predloženi AMP nije u skladu s regulatornim zahtjevima može prigovoriti takvom AMP-u, u kojem slučaju ESMA asistira nacionalnim nadležnim tijelima u postizanju dogovora (predviđene su i medijacijske ovlasti ESMA-e).

Nadležna tijela svake dvije godine moraju preispitati postojeće prihvaćene tržišne prakse.

Primjenjuje se **Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908<sup>18</sup>** o dopuni MAR-a u pogledu utvrđivanja regulatornih tehničkih standarda o kriterijima, postupcima i zahtjevima za uspostavu prihvaćene tržišne prakse i zahtjevima za njezino

<sup>18</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0908&from=EN>



zadržavanje, ukidanje ili izmjenu uvjeta za njezino prihvaćanje (dalje u tekstu: Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908).

Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908 detaljnije razrađuje kriterije koje nadležno tijelo mora uzeti u obzir kada razmatra hoće li usvojiti određenu tržišnu praksu, a to su:

- predviđa li tržišna praksa znatnu razinu transparentnosti prema tržištu
- osigurava li tržišna praksa visok stupanj sigurnosti za djelovanje tržišnih mehanizama i odgovarajuće međudjelovanje mehanizama ponude i potražnje
- ima li tržišna praksa pozitivan učinak na likvidnost i učinkovitost tržišta
- uzima li tržišna praksa u obzir trgovinski mehanizam mjerodavnog tržišta i omogućava li sudionicima na tržištu da reagiraju pravodobno i na odgovarajući način na novu situaciju na tržištu koju je izazvala ta praksa
- stvara li tržišna praksa rizike za cjelovitost izravno ili neizravno povezanih tržišta relevantnog financijskog instrumenta unutar Unije, bila ta tržišta uređena ili ne
- ishod istrage nadležnog ili drugog tijela o dotičnoj tržišnoj praksi, a posebno o tome krše li se dotičnom tržišnom praksom pravila ili propisi čija je svrha sprječavanje zlouporabe tržišta ili kodeksi ponašanja, neovisno o tome odnosi li se na dotično tržište ili na izravno ili neizravno povezana tržišta unutar Unije i
- strukturna obilježja mjerodavnog tržišta, između ostalog je li ono uređeno ili ne, vrste financijskih instrumenata kojima se trguje i vrsta sudionika na tržištu te uključujući opseg sudjelovanja malih ulagatelja na mjerodavnom tržištu.

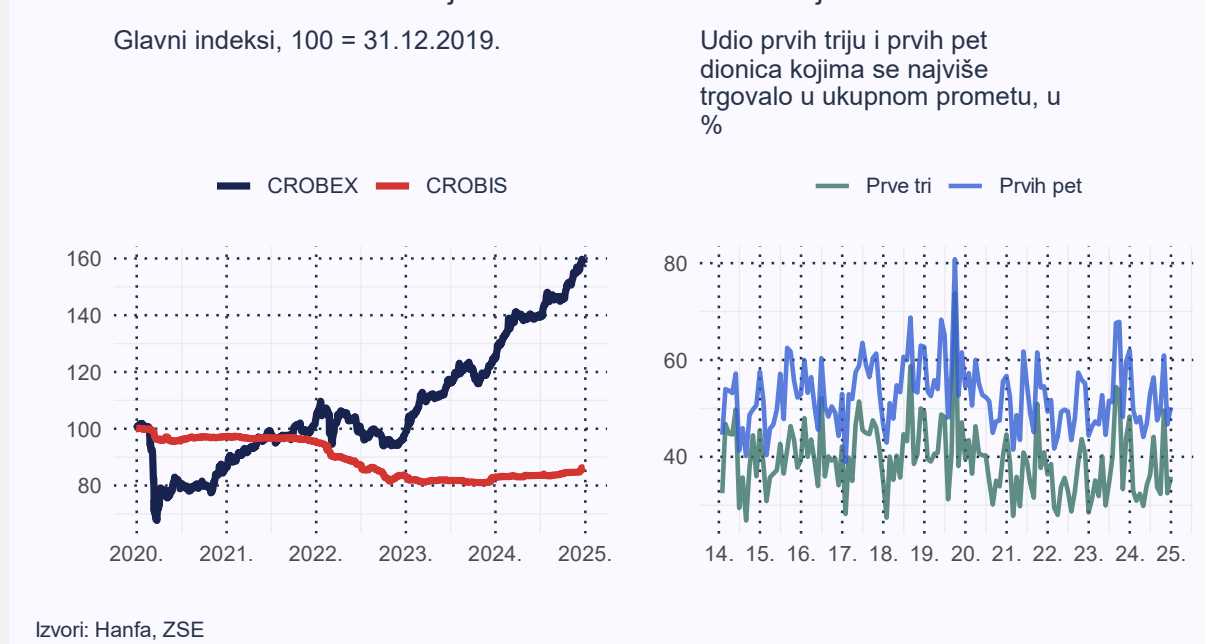
Tržišna praksa koju je nadležno tijelo uspostavilo kao prihvaćenu tržišnu praksu na određenom tržištu ne smatra se primjenjivom na ostala tržišta osim ako su nadležna tijela tih drugih tržišta prihvatila tu praksu u skladu s opisanom procedurom.

Namjera uvođenja ovakvog AMP-a **nije** zamjena održavatelja tržišta kako su određeni MiFID-om II i Pravilima ZSE-a, već omogućavanje pružanja još jedne, paralelne usluge za investicijska društva i kreditne institucije te uvođenje dodatne koristi za izdavatelje na ZSE-u (**u obliku povećanja likvidnosti**) uz prikladnu razinu transparentnosti.

## Kako trenutačno izgleda likvidnost na ZSE-u?

Iako recentna kretanja upućuju na veću aktivnost na domaćem tržištu, fokus investitora i dalje je na nekolicini likvidnijih dioničkih izdanja s visokom tržišnom kapitalizacijom (slika 2.). Nakon vrhunca zabilježenog krajem 2023. godine udio prvih triju odnosno prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo u ukupnom prometu tijekom 2024. godine smanjen je na prosječnu razinu od 35 % odnosno 50 % (smanjenje od 4,3 odnosno 3,8 p.b. u odnosu na prosječne razine koncentracije iz 2023. godine). Iako je navedeno ispod višegodišnjeg prosjeka, koncentracija trgovanja dionicama i dalje ostaje na relativno visokim razinama<sup>19</sup>.

Slika 2. Fokus investitora i dalje na visokolikvidnim izdanjima



Iako je pojam likvidnosti tržišta kapitala u teoriji intuitivan i lako razumljiv, u praksi se ispod krovnog pojma tržišne likvidnosti krije nekoliko različitih koncepata, odnosno karakteristika tržišta. Likvidnost domaćeg tržišta kapitala moguće je analizirati praćenjem kompozitnoga tržišnog indikatora likvidnosti domaćeg dioničkog tržišta (**TILDA**).

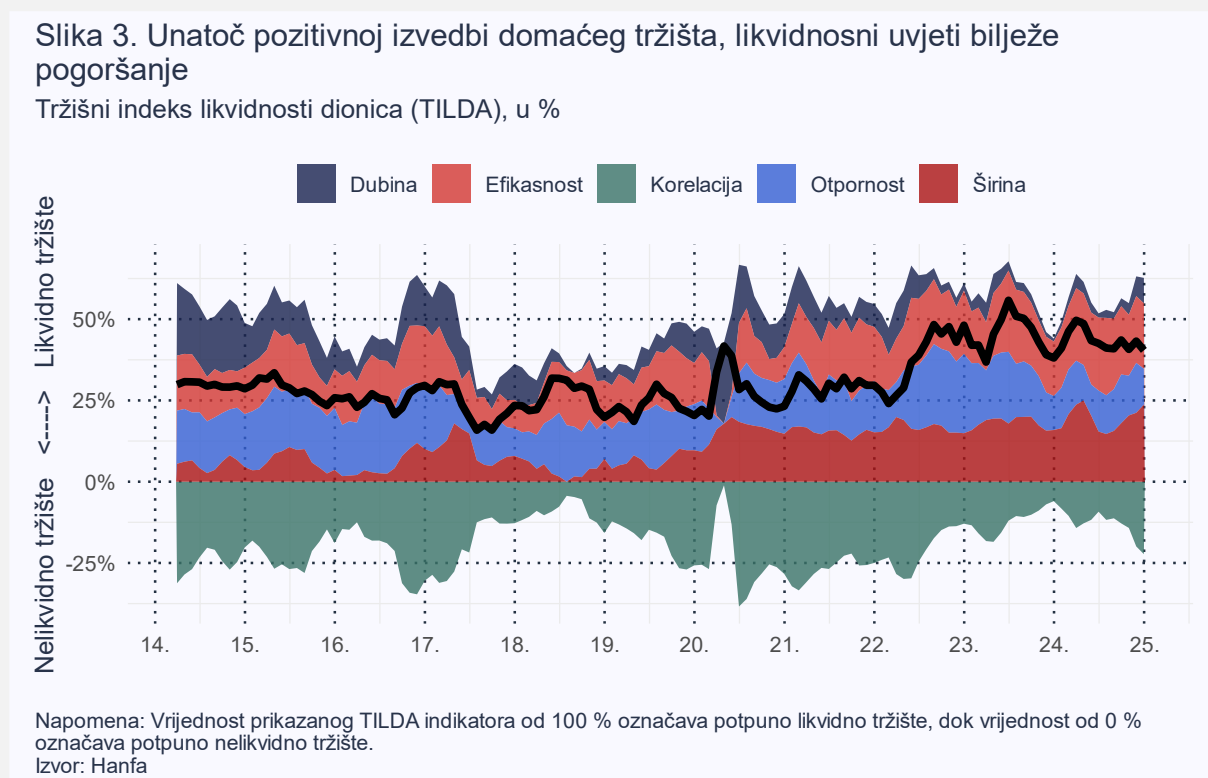
TILDA objedinjuje različite aspekte tržišne likvidnosti u jedan indikator:

- **Efikasnost** tržišta prvenstveno se očituje u niskim transakcijskim troškovima, koji se najčešće reflektiraju u uskom rasponu između kupovne i prodajne cijene pojedinog instrumenta. Ti troškovi odražavaju nekoliko karakteristika mikrostrukture tržišta, kao što su npr. troškovi povezani s provođenjem transakcije od strane sudionika tržišta, razina asimetričnosti tržišnih informacija, inventarni troškovi pružatelja tržišne likvidnosti, ali i potencijalna oligopolistička struktura tržišta.

<sup>19</sup> Izvor: Hanfa, *Makroprudencijalni skener rizika* br. 10

- **Dubina** tržišta podrazumijeva prisutnost relativno visokog broja naloga, ali i obrtaj značajnog dijela uvrštene vrijednosti na tržištu. Duboko tržište investitorima pruža aktualne cijene, ali i mogućnost relativno brze prodaje vrijednosnih papira u slučaju takve potrebe. S druge strane, duboko tržište izdavateljima osigurava širu dostupnost i stabilnost tržišnog financiranja.
- **Širina** je karakteristika tržišta na kojem su prisutni brojni manji nalozi s ograničenim utjecajem na kretanje cijena. Drugim riječima, cijene vrijednosnih papira na tržištu ne pokazuju diskontinuitet i investitori imaju pravovremen uvid u usklađenost cijena s fundamentima.
- **Otpornost** je sposobnost brze korekcije cijena na tržištu natrag prema fundamentima nakon pojave cjenovnog poremećaja. Konkretnije, tržišta koja se smatraju otpornima karakterizira brzo kreiranje brojnih naloga koji djeluju u suprotnom smjeru od prethodno kreiranog odstupanja cijena od fundamentima opravdane vrijednosti. Porast volatilnosti na takvim tržištima kratkoga je vijeka i relativno brzo nestaje, odnosno vrednovanja su robusna u odnosu na kratkotrajne šokove.

**S aspekta likvidnosti zamjećuje se trend pada tržišne likvidnosti koja je svoj vrhunac dosegla sredinom 2023., pri čemu su najveće smanjenje zabilježile komponente efikasnosti i otpornosti<sup>20</sup> (slika 3.).**

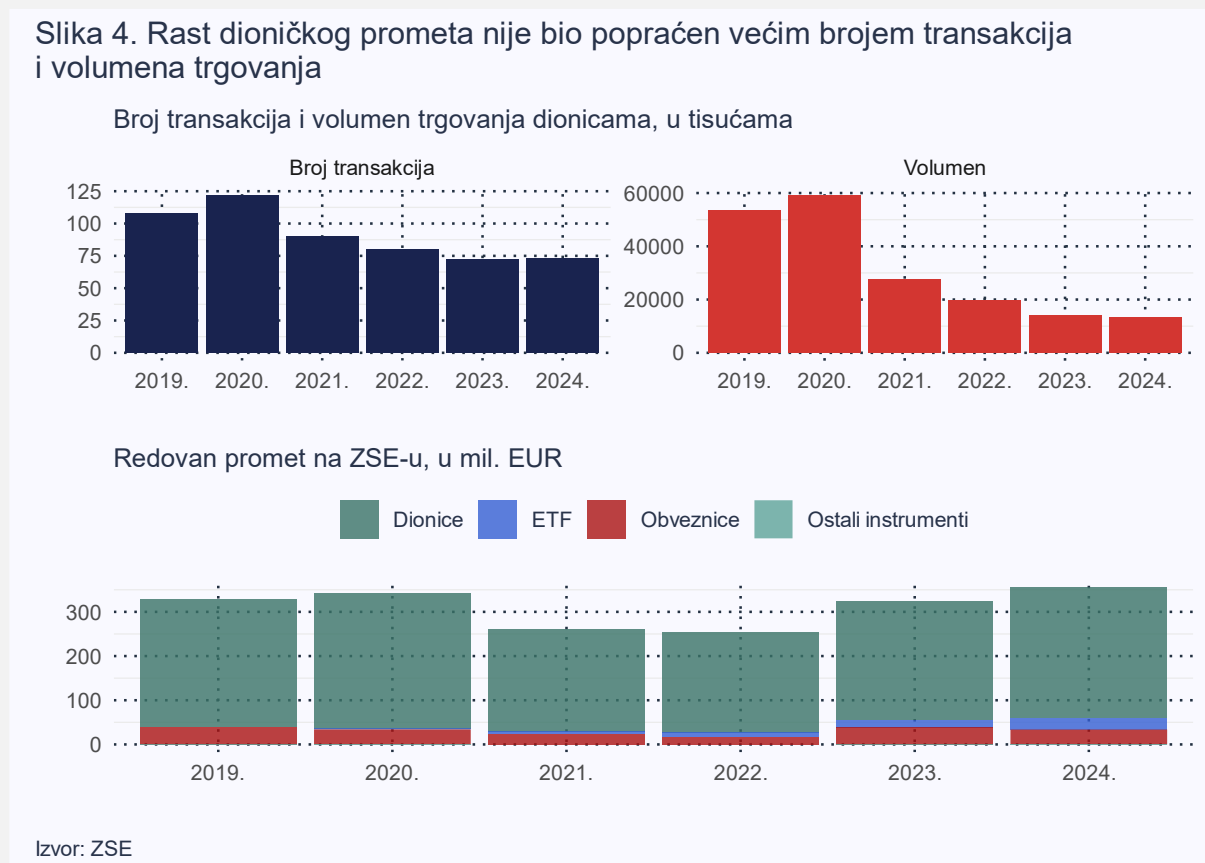


Unatoč godišnjem rastu redovnog dioničkog prometa od 10,3 % u 2024. godini **broj ukupnih transakcija zabilježio je neznatno povećanje od 1,1 %, dok je volumen**

<sup>20</sup> Više o strukturi indeksa tržišne likvidnosti i metodologiji izračuna nalazi se u **Okviru 1. Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala** u publikaciji *Makroprudencijalni skener rizika 6.*

**trgovanja zabilježio pad od 4,4 % na godišnjoj razini** (slika 4.), što implicira rastući značaj malog broja velikih transakcija i slabije likvidnosne uvjete za ostatak tržišta. Ponuda na domaćem tržištu dodatno je proširena sredinom 2024. godine uvrštavanjem novog ETF-a koji replicira kretanja rumunjskih državnih obveznica, čime su proširene nove mogućnosti ulaganja za investitore.<sup>21</sup> Strukturne karakteristike domaćeg tržišta u pogledu visoke koncentracije trgovanja i niske likvidnosti naglašavaju povišeni ciklički rizik mogućih cjenovnih korekcija s obzirom na relativno optimistična vrednovanja, što sistemske rizike u financijskom okružju zadržava na povišenoj razini.

Slika 4. Rast dioničkog prometa nije bio popraćen većim brojem transakcija i volumena trgovanja



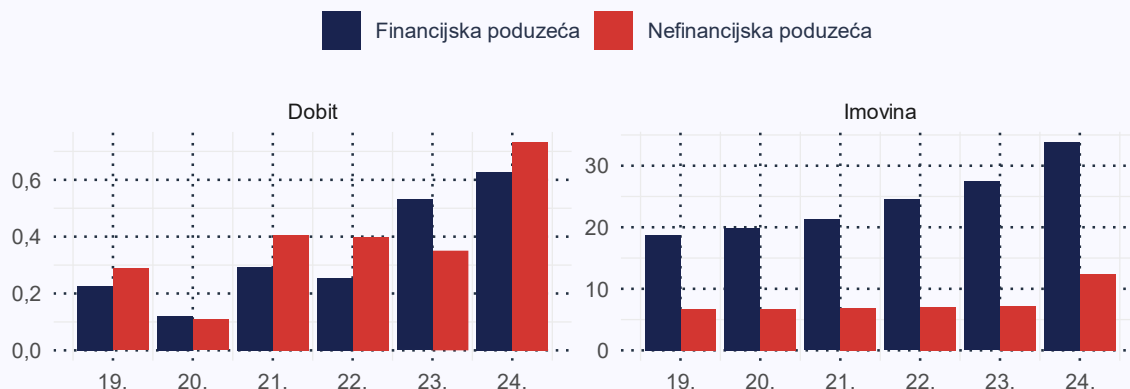
**Uz rast dobiti, sastavnice CROBEX-a poboljšale su profitabilnost imovine u 2024. godini, koja je iznosila 2,9 %, što je poboljšanje od 0,4 p.b. u odnosu na 2023. (slika 5.).** Predvodnik u pogledu profitabilnosti na domaćem je tržištu bio nefinancijski sektor s obzirom na udvostručenje dobiti kreditnih institucija u odnosu na 2023. godinu. Uzimajući u obzir iznadprosječan rast tržišnih vrednovanja i smanjene zarade, dugoročni omjer cijena i zarada na domaćem tržištu ulazi u područje blage precijenjenosti (omjer iznad 25). I dok su povišena vrednovanja nerijetko povezana s povećanim rizikom korekcije cijena, a time i rizikom profitabilnosti za investitore dominantno pozicionirane u dionicama, trenutna vrednovanja potencijalno odražavaju optimistična očekivanja investitora u pogledu

<sup>21</sup> Na ZSE je početkom lipnja 2024. uvršten peti ETF pod imenom InterCapital EUR Romania Govt Bond 5 - 10yr UCITS ETF, koji prati kretanja rumunjskih državnih obveznica s rokom dospeljeća između pet i deset godina.

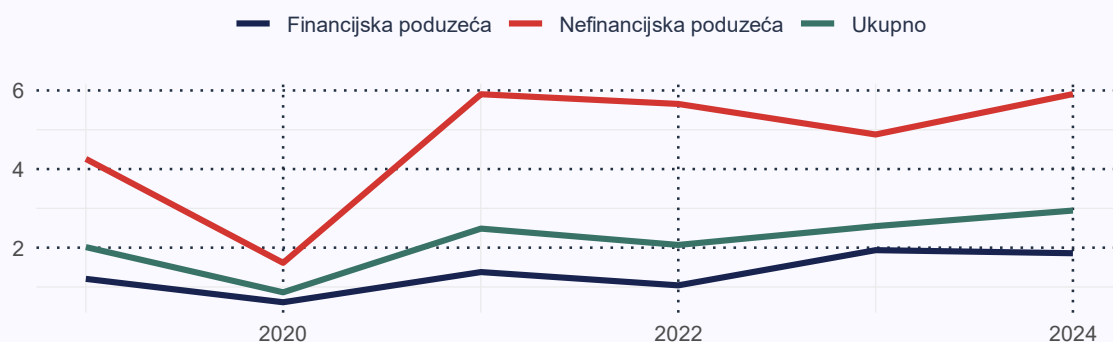
budućih zarada izdavatelja koja se nakon desetljeća stagnacije konačno prelijevaju i na tržišna vrednovanja, što bi sugeriralo da su ulagači spremni platiti premiju za dionice u iščekivanju snažnog rasta zarade kompanija u budućnosti<sup>22</sup>.

Slika 2.12. Sastavnice CROBEX-a poboljšale su svoju profitabilnost u 2024. godini

Dobit i imovina izdavatelja, u milijardama EUR



Povrat na imovinu izdavatelja, u %



Izvor: FINA, Hanfa

## Poticaji za sklapanje ugovora za pružanje likvidnosti

Kao što smo prethodno naveli, pružatelji likvidnosti pojavili su se u nekoliko zemalja, kao što su Nizozemska, Francuska, Španjolska i Portugal. Uvođenje pružatelja likvidnosti proučavano je za sva ta tržišta, gdje je glavni fokus ispitivanja bilo pitanje poboljšava li se likvidnost nakon pokretanja ugovora o pružanju likvidnosti. Konsenzus u istraživanju jest da se likvidnost poboljšava te da je poboljšanje likvidnosti posebno izraženo za male nelikvidne dionice<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> Izvor: Hanfa, *Makroprudencijalni skener rizika* br. 10

<sup>23</sup> Johannes Atle Skjeltorp, Bernt Arne Ødegaard, Why do listed firms pay for market making in their own stock? Dostupno na: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/fima.12058>

Johannes Atle Skjeltorp i Bernt Arne Ødegaard su u radu „Why do listed firms pay for market making in their own stock?“ (na temelju podataka s norveške burze Oslo Stock Exchange - OSE) istraživali motive izdavatelja da plate ovaj trošak za poboljšanje likvidnosti sekundarnog tržišta za svoje dionice. Mogućnost angažiranja pružatelja likvidnosti uvedena je na OSE 2004., po uzoru na burzu u Stockholmu. Od tada je oko stotinjak izdavatelja angažiralo pružatelje likvidnosti. Slično kao i na drugim tržištima, citirano je istraživanje pokazalo da se likvidnost dionica izdavatelja poboljšava nakon angažiranja pružatelja likvidnosti. Postoji i pozitivan učinak najave povezan s izdavateljima koji objavljuju da ulaze u ugovore o pružanju likvidnosti.

Iako je poboljšana tržišna likvidnost očito korisna za sudionike na tržištu, na prvi se pogled postavlja pitanje koristi za samog izdavatelja. No koristi za izdavatelja postoje. Najočitiji je primjer kada izdavatelj želi prikupiti više kapitala putem sekundarnog IPO-a. Drugi je primjer kada izdavatelj želi otkupiti dio svojih dionica putem programa otkupa na otvorenom tržištu. U oba ova primjera za izdavatelja je korisno imati likvidno sekundarno tržište za svoje dionice. I cijena u sekundarnom IPO-u i otkupna cijena vlastitih dionica bolje će odražavati stvarnu vrijednost ako je dionica likvidnija. Ako izdavatelji racionalno balansiraju između troškova i prednosti održavanja likvidnog tržišta, može se očekivati da će oni izdavatelji za koje je vjerojatnije da će u budućnosti financiranje tražiti na tržištu kapitala ili provoditi programe otkupa vlastitih dionica također biti spremniji platiti troškove angažiranja pružatelja likvidnosti. Likvidnost je za izdavatelje relevantna jer utječe na uvjete pod kojima se prikuplja novi kapital.

Ugovori o pružanju likvidnosti između uvrštenih izdavatelja i brokera mogu biti ključni alat za poboljšanje likvidnosti tržišta, smanjenje transakcijskih troškova i ublažavanje volatilnosti na tržištu dionica. Međutim, korištenje ugovora o pružanju likvidnosti trenutačno se ne koristi u Hrvatskoj (ili se koristilo veoma ograničeno), što pridonosi nedostatku likvidnosti na tržištu dionica.

Primjeri iz drugih država članica

- **Portugal:** U Portugalu su pružatelji likvidnosti/održavatelji tržišta oslobođeni poreza na dobit u dijelu koji je ostvaren od aktivnosti održavatelja tržišta. Ovaj porezni poticaj bio je uspješan u poticanju održavatelja tržišta na sudjelovanje na tržištu, čime se poboljšava likvidnost. Ako bi sličan porezni tretman predstavljao materijalni poticaj održavateljima tržišta, kao i pružateljima likvidnosti da sudjeluju na burzi, pozivamo sudionike javnog savjetovanja da Hanfi dostave takvu informaciju (s obrazloženjem), pri čemu se naglašava da su odluke o poreznom tretmanu domena Ministarstva financija Republike Hrvatske.
- **Francuska:** U Francuskoj burze nude rabate (popuste) održavateljima tržišta ili pružateljima likvidnosti koji unose naloge koji rezultiraju izvršenjima. Popust se temelji na količini dionica kojima se trguje. To stvara financijski



poticaj pružateljima likvidnosti da sudjeluju na tržištu i pruža im priliku da profitiraju od svojih aktivnosti.

- **Njemačka:** U Njemačkoj izdavatelji mogu primiti naknadu od burze ako se obvežu osigurati likvidnost dionica. Takva naknada može povećati atraktivnost usluge i može dovesti do povećane likvidnosti na tržištu.
- **Poljska:** U Poljskoj je Varšavska burza uvela program koji izdavateljima omogućuje da dobiju naknadu za pružanje likvidnosti kod dionica. Naknada se temelji na prosječnoj dnevnoj vrijednosti ponuđenih vrijednosnih papira. Ovaj je program potaknuo izdavatelje da sudjeluju na tržištu i doveo do povećanja likvidnosti ovih vrijednosnih papira.
- **Pet država članica uspostavilo je AMP-ove iz MAR-a:** Portugal, Španjolska, Francuska, Italija i Nizozemska (koja ju je naknadno ukinula).

Ugovori o pružanju likvidnosti između hrvatskih izdavatelja i brokera mogu donijeti sljedeće prednosti:

- **Povećana likvidnost.** Ako više pružatelja likvidnosti sudjeluje na tržištu, doći će do povećanja tržišne likvidnosti, što će dovesti do smanjenja raspona ponude i potražnje, nižih transakcijskih troškova i učinkovitijeg tržišta.
- **Poboljšani mehanizam formiranja cijena.** S više pružatelja likvidnosti cijene vrijednosnih papira bit će otkrivene brže i učinkovitije, a bit će manje volatilnosti na tržištu.
- **Privlačenje novih izdavatelja.** S povećanom likvidnošću tržišta više izdavatelja može biti privučeno na to da se uvrste na burzu, što dovodi do povećanja broja vrijednosnih papira kojima se trguje.
- **Povećano povjerenje.** Poticanje ugovora o pružanju likvidnosti može dovesti do povećanog povjerenja tržišta (ako se provodi transparentno), što može potaknuti više ulagatelja da uđu na tržište dionica, što dovodi do dobrog funkcioniranja tržišta.
- **Uštede troškova.** S više pružatelja likvidnosti doći će do smanjenja raspona ponude i potražnje i ostalih transakcijskih troškova, što će dovesti do uštede troškova za investitore i sudionike na tržištu.

Pružanje poticaja kao što su porezne olakšice, naknade i uštede troškova za pružatelje likvidnosti učinkovit je način poticanja korištenja ugovora o pružanju likvidnosti na hrvatskom tržištu dionica. Hrvatska može iskoristiti uspješne inicijative drugih država članica za provedbu sličnog programa poticaja. To će dovesti do povećane likvidnosti na tržištu, smanjenih transakcijskih troškova, učinkovitijeg formiranja cijena, sigurnih tržišta i privlačenja više ulagača.

Trenutačno se na razini Republike Hrvatske usvaja i Akcijski plan **Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj** (dalje u tekstu: Strateški okvir). Jedan je od ključnih ciljeva Strateškog okvira podizanje razine likvidnosti na ZSE-u,

kao i povećanje broja IPO-ova. U sklopu takvog strateškog okvira razmatrat će se razne mjere koje se mogu primijeniti. Jedna je od mjera u nacrtu Strateškog okvira i osnivanje IPO fonda koji bi ulagao u tvrtke koje bi prikupljale kapital na ZSE-u (točka 3.2.5. - Uspostava preduvjeta za osnivanje IPO fonda). Primjerice, IPO fond za MSP-ove uspješno je pokrenut u Češkoj koristeći sredstva EU-a. Taj IPO fond nastupa kao ulagač u IPO-ove, investirajući u najviše 30 % kapitala pojedine tvrtke koja se uvrštava na mjesto trgovanja u Češkoj. IPO fondom upravlja podružnica Češke nacionalne razvojne banke, a financira se od strane češke vlade korištenjem strukturnih fondova EU-a. Indikativni proračun sheme iznosio je 334 milijuna CZK (otprilike 12,5 milijuna eura) u 2023. Napominjemo da je Europska komisija zaključila da mjera ne predstavlja državnu potporu u smislu pravila EU-a o državnim potporama jer će IPO fond sudjelovati u javnim ponudama MSP-ova u isto vrijeme i pod istim uvjetima kao i privatni ulagači. Cilj povećanja razine IPO-ova može se kombinirati s ciljem povećanja razine likvidnosti na način da jedan od uvjeta ulaganja u potencijalne izdavatelje od strane IPO fonda bude i angažman pružatelja likvidnosti. Na taj bi način **trošak ugovora o pružanju likvidnosti bio uračunat u provođenje IPO-a** te bi **sredstva za takve programe mogla biti neizravno osigurana kroz ulaganja IPO fonda** u takve izdavatelje. Napominjemo da je ovo šire pitanje od uspostavljanja prihvaćene tržišne prakse, a o njemu će se posebno raspravljati unutar aktivnosti povezanih s tom točkom Akcijskog plana / Strateškog okvira.

Programi pružanja likvidnosti mogli bi se poticati i kroz **ciljane mjere porezne politike** (što je u isključivoj nadležnosti Ministarstva financija, a ovdje se navodi samo u ilustrativne svrhe). Poticajna porezna politika može potaknuti izdavatelje na sklapanje takvih ugovora, što se može strukturirati kao odbitak od porezne osnovice, čime bi se porezna osnovica smanjila za iznos troškova koji je za izdavatelja nastao radi programa pružanja likvidnosti (što bi bilo jednako iznosu sredstava koje će izdavatelj dodijeliti za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti i naknadi koju za to plaća pružatelju likvidnosti) uz gornji prag u apsolutnom iznosu koji bi se odredio zakonom.

Odbitak bi se priznavao u prijavi za poreznu godinu u kojoj su nastali ti troškovi (od godine u kojoj je porezni obveznik (izdavatelj) potpisao ugovor o pružanju likvidnosti). Troškovi nastali izravno zbog programa likvidnosti definirali bi se kao troškovi koji su izravno i isključivo povezani s programom likvidnosti i nastali tijekom porezne godine u kojoj se provodi program likvidnosti.

***Pitanje 1.: (Za izdavatelje) Biste li koristili uslugu pružatelja likvidnosti kako je opisana u AMP-u i pod kojim uvjetima?***

### 3. OPIS AMP-a KOJI BI SE PRIMIJENIO NA ZSE

#### **Svrha AMP-a**

Svrha ugovora o pružanju likvidnosti jest povećati likvidnost i redovno trgovanje dionicama koje su uvrštene na uređeno tržište ZSE-a ili kojima se trguje na MTP-u. Ugovor o pružanju likvidnosti može poboljšati trgovanje na burzi i smanjiti širenje raspona cijena ponuda za kupnju i prodaju, kao i smanjiti dnevnu volatilnost cijena bez ometanja prevladavajućih trendova na tržištu.

U kontekstu pravne sigurnosti i identifikacije potencijalnih zapreka s kojima bi se hrvatski izdavatelji mogli suočiti kod angažmana pružatelja likvidnosti, Hanfa napominje da Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 111/12, 125/11, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23, 130/23, 136/24, dalje u tekstu: ZTD; konkretno, čl. 233. st. 1., rečenica druga ZTD-a) sadrži sljedeću odredbu:

- „Društvo ne smije stjecati vlastite dionice da bi njima trgovalo.“

U odnosu na navedeno Hanfa ističe da kod pružanja likvidnosti društvo ne trguje vlastitim dionicama s ciljem zarade. Pružatelj likvidnosti (kojeg društvo angažira) uvijek je *de facto* i na kupovnoj i prodajnoj strani, ne s ciljem zarade na razlici u cijeni, već s ciljem da prospješi likvidnost dionica društva. Direktiva (EU) 2017/1132 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava ne sadrži ovakvu odredbu, ali takva odredba primjerice postoji u njemačkom ekvivalentu ZTD-a. Nacionalni AMP-ovi također vode računa i o odredbama nacionalnog prava o trgovačkim društvima. Primjerice, francuski AMP predviđa da u svakom slučaju vlastite dionice koje izdavatelj stekne kroz angažman pružatelja likvidnosti ne smiju prelaziti više od 10 % temeljnog kapitala izdavatelja. **Hanfino je shvaćanje da citirana odredba ZTD-a ne bi trebala spriječiti izdavatelje da angažiraju pružatelje likvidnosti, ali Hanfa smatra i da je nužno nedvojbeno utvrditi ima li drugačijih tumačenja prije uspostavljanja AMP-a.** U slučaju drugačijih tumačenja, može se istražiti opcija da se u ZTD ugradi izuzetak kada izdavatelji koriste pružatelje likvidnosti u sklopu nacionalnog AMP-a.

#### **Predloženi datum uspostave AMP-a**

Hanfa bi uspostavila AMP kada ESMA izda mišljenje o procjeni njegove usklađenosti s MAR-om i Uredbom (EU) 2016/908. Ovisno o ishodu ove rasprave i o postupku pred ESMA-om, AMP bi se mogao početi primjenjivati u 2025. godini.

## ***Vrste osoba koje mogu obavljati AMP i koje mogu imati koristi od izvođenja AMP-a***

Ugovor o pružanju likvidnosti s izdavateljem sklapa investicijsko društvo ili kreditna institucija (izvršitelj ugovora o pružanju likvidnosti, skraćeno: pružatelj likvidnosti). Pružatelj likvidnosti mora biti član mjesta trgovanja na kojem će se ugovor izvršavati.

Svaki izdavatelj čije su dionice uvrštene na uređenom tržištu ZSE-a može sklopiti ugovor o pružanju likvidnosti.

Pružatelj likvidnosti mora:

- izvršavati ugovor o pružanju likvidnosti na uređenom tržištu ZSE-a
- osigurati da se transakcije koje se izvršavaju prema ugovoru evidentiraju na dva odvojena računa koja će glasiti na ime izdavatelja: račun vrijednosnih papira i odgovarajući novčani račun (navedeni se računi koriste isključivo u svrhu izvršavanja takvog ugovora)
- nastupati na tržištu neovisno od izdavatelja; izdavatelj ne smije pružatelju likvidnosti davati instrukcije koje bi se odnosile na aktivnosti iz tog ugovora i ne smije izravno ili neizravno pružatelju likvidnosti prenijeti ikakvu odluku o trgovanju, osim u situacijama obustave izvršenja ugovora.

Da bi zadržao svoju neovisnost, pružatelj likvidnosti mora usvojiti organizacijsku strukturu koja osigurava neovisnost zaposlenika odgovornih za donošenje odluka o naložima i transakcijama iz ugovora o pružanju likvidnosti. U tu svrhu zaposlenik zadužen za izvršenje ugovora ne smije izvršiti, izvan ugovora, nikakav nalog koji se odnosi na dionice tog izdavatelja. Pružatelj likvidnosti najmanje pet godina vodi evidenciju o ponudama koje su se u sklopu pružanja likvidnosti unijele u knjigu ponuda mjesta trgovanja, kao i o izvršenim transakcijama.

Izdavatelj može povjeriti izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti samo jednom pružatelju likvidnosti.

### ***Oblik ugovora***

Ugovor o pružanju likvidnosti mora biti sklopljen u pisanom obliku. Izdavatelj je dužan dostaviti kopiju ugovora Hanfi prije početka njegove primjene na tržištu.

Ugovor o pružanju likvidnosti mora sadržavati sljedeće podatke:

- identifikaciju dionice na koju će se ugovor primjenjivati (ISIN, nominalna vrijednost, broj izdanih dionica i broj uvrštenih dionica)
- identifikaciju ugovornih strana
- očekivani datum početka izvršavanja ugovora i trajanje ugovora

- situacije ili uvjete koji dovode do privremenog prekida, suspenzije ili ukidanja njegove provedbe
- iznos dionica i/ili novčanih sredstava koji je izdavatelj dodijelio odnosno alocirao za izvršenje ugovora, kao i maksimalne i minimalne limite (ako su primjenjivi) na tržištu, dnevno i kumulativno do kraja trajanja ugovora
- odredbe koje će obje ugovorne strane primijeniti kako bi osigurale neovisnost izvođača ugovora o pružanju likvidnosti
- račun vrijednosnih papira i odgovarajući novčani račun koji će se otvoriti radi izvršavanja ugovora
- izjavu od strane pružatelja likvidnosti kojom se osigurava da će pružatelj likvidnosti aktivnosti iz ugovora provoditi neovisno od bilo kojih drugih aktivnosti koje su povezane s trgovanjem za vlastiti račun, za račun trećih strana ili s trgovanjem za račun klijenata kojima se pruža usluga upravljanja portfeljem
- naknadu pružatelja likvidnosti.

U vezi s naknadom pružatelja likvidnosti, Hanfa za raspravu predlaže tri opcije:

**Opcija 1.:** Naknada pružatelja likvidnosti određuje se kao fiksni iznos, a može uključivati i varijabilni iznos pod uvjetom da takav iznos ne prelazi 15 % ukupne naknade. Način određivanja takvog varijabilnog iznosa naknade ne smije biti takav da na bilo koji način daje poticaj za provođenje radnji koje bi mogle biti štetne za integritet tržišta ili radnji koje bi uzrokovale neuredno funkcioniranje tržišta.

**Opcija 2.:** Naknada pružatelja likvidnosti određuje se kao fiksni iznos, a može uključivati i varijabilni iznos pod uvjetom da takav iznos ne prelazi 30 % ukupne naknade. Način određivanja takvog varijabilnog iznosa naknade ne smije biti takav da na bilo koji način daje poticaj za provođenje radnji koje bi mogle biti štetne za integritet tržišta ili radnji koje bi uzrokovale neuredno funkcioniranje tržišta.

**Opcija 3.:** Naknada pružatelja likvidnosti određuje se kao fiksni iznos, varijabilni iznos ili kao kombinacija fiksnog i varijabilnog iznosa, a način određivanja naknade, posebice način određivanja varijabilnog iznosa naknade, ne smije biti takav da na bilo koji način daje poticaj za provođenje radnji koje bi mogle biti štetne za integritet tržišta ili radnji koje bi uzrokovale neuredno funkcioniranje tržišta.

Hanfa može zatražiti bilo kakve daljnje informacije od izdavatelja ili od pružatelja likvidnosti.



## **Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti**

Iznos novčanih sredstava i/ili dionica koje izdavatelj dodijeli ugovoru o pružanju likvidnosti mora biti proporcionalan i prilagođen ciljevima ugovora te mora u obzir uzeti likvidnost relevantne dionice. Maksimalni iznos novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koje izdavatelj dodijeli ugovoru o pružanju likvidnosti određuje se u odnosu na tri kategorije dionica:

1. **visokolikvidne dionice:** dionice za koje postoji likvidno tržište iz članka 1. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/567
2. **likvidne dionice:** dionice za koje ne postoji likvidno tržište u skladu s člancima 1. i 5. Delegirane uredbe (EU) 2017/567, ali koje su uključene u sastav CROBEX-a
3. **nelikvidne dionice:** dionice za koje ne postoji likvidno tržište u skladu s člancima 1. i 5. Delegirane uredbe (EU) 2017/567 i koje nisu uključene u sastav CROBEX-a.

Maksimalni iznos novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koje izdavatelj dodijeli ugovoru o pružanju likvidnosti ne smiju prijeći:

- za visokolikvidne dionice (1.): više od 100 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja, s gornjom granicom od 50 milijuna EUR
- za likvidne dionice (2.): više od 200 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja, s gornjom granicom od 20 milijuna EUR
- za nelikvidne dionice (3.): više od 500 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja
  - **(Opcija 1.)** ili 1 % tržišne kapitalizacije izdavatelja
  - **(Opcija 2.)** s gornjom granicom od 1 milijun EUR.

Ovi maksimalni iznosi određuju se na temelju podataka o trgovanju na dan potpisivanja ugovora i preispituju se kada ugovor istekne te se treba obnoviti, a po potrebi i tijekom ugovornog razdoblja.

Sredstva dodijeljena od strane izdavatelja namijenjena su isključivo za provedbu ugovora o pružanju likvidnosti. Pozicija gotovine i vrijednosnih papira na računu za pružanje likvidnosti morala bi biti uravnotežena.

U vezi s propisanim maksimalnim iznosima Hanfa predlaže **prijelazno razdoblje od dvije godine od datuma primjene AMP-a**, u kojem izdavatelji mogu odstupati od

gore propisanih pragova ako se ugovor o pružanju likvidnosti odnosi na dionice koje nisu likvidne u smislu članka 2. stavka 1. točke 17. MIFIR-a (kategorije 2. i 3.), i to pod sljedećim uvjetima:

- izdavatelj dokumentirano obrazloži zašto je takvo odstupanje nužno za pravilnu provedbu ugovora o pružanju likvidnosti
- izdavatelj unaprijed obavijesti Hanfu o takvom odstupanju (prije primjene ugovora), a nakon toga i javnost
- iznosi koje će izdavatelj koristiti u svakom slučaju ne prelaze trostruku vrijednost gore propisanih pragova (dopuštene vrijednosti odstupanja predmet su daljnje rasprave).

Hanfa će koristiti ovo dvogodišnje prijelazno razdoblje za praćenje provedbe ugovora o pružanju likvidnosti kako bi mogla procijeniti jesu li pragovi ispravno postavljeni.

## ***Uvjeti za provođenje transakcija u okviru ugovora o pružanju likvidnosti***

### *1. Obveza istovremenog izlaganja ponuda za kupnju i ponuda za prodaju*

Pružatelj likvidnosti će u normalnim tržišnim uvjetima izlagati istovremene ponude za kupnju i prodaju. Pružatelj likvidnosti određuje svoju strategiju trgovanja, a izdavatelj pristaje snositi tržišni rizik. Međutim, pružatelj likvidnosti u svakom je trenutku dužan procijeniti razinu tržišnog rizika, kao i pratiti trendove promjene cijene te u skladu s tim prilagoditi strategiju.

### *2. Ograničenja u vezi s volumenom*

Pružatelj likvidnosti neće u okviru ugovora o pružanju likvidnosti u jednom trgovinskom danu kupiti ili prodati više od određenog postotka prosječnog dnevnog prometa na mjestu trgovanja za tu dionicu. Taj postotak:

#### **Opcija 1.:**

- a) za visokolikvidne dionice ne smije prelaziti 5 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- b) za likvidne dionice ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- c) za nelikvidne dionice ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog prometa u prethodnih 30 trgovinskih dana.

Ako zbog volumena iz točaka b) i c) ne može učinkovito pružiti likvidnost, pružatelj likvidnosti smije primijeniti jedinstveni čvrsti prag od 20 000 EUR.

### Opcija 2.:

- d) za visokolikvidne dionice ne smije prelaziti 5 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- e) za likvidne dionice ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- f) za nelikvidne dionice ne smije prelaziti 35 % prosječnog dnevnog prometa u prethodnih 30 trgovinskih dana.

Ako zbog volumena iz točaka b) i c) ne može učinkovito pružiti likvidnost, pružatelj likvidnosti smije primijeniti jedinstveni čvrsti prag od 20 000 EUR.

Pragovi se računaju uzimajući u obzir sve kupovne i prodajne transakcije koje se provode prema ugovoru o pružanju likvidnosti, bez netiranja.

### 3. Ograničenja u vezi s cijenom

Pružatelj likvidnosti dužan je izlagati ponude s ograničenim utjecajem na cijenu i mora ispunjavati sljedeće uvjete:

- ponude za kupnju bit će izložene po cijeni koja nije veća od cijene u posljednjoj neovisnoj transakciji ili najviše neovisne ponude za kupnju u knjizi ponuda, koja je god vrijednost viša
- ponude za prodaju bit će izložene po cijeni koja nije manja od cijene u posljednjoj neovisnoj transakciji ili najniže neovisne ponude za prodaju u knjizi ponuda, koja je god vrijednost niža.

Kada se transakcija odnosi na nelikvidnu dionicu, dopušteno je da pružatelj likvidnosti da ponudu koja smanjuje raspon cijene (engl. *bid-ask spread*) između najbolje ponude za kupnju i prodaju u trenutku provođenja transakcije. Kada neovisna ponuda, zbog veličine ili limita cijene, uzrokuje iznenadnu i veliku promjenu cijene, razlika cijene između najbolje ponude za kupnju i najbolje ponude za prodaju povećava se u istom omjeru. Kada se radi o likvidnoj dionici, ovaj se raspon općenito brzo ispravlja jer sudionici na tržištu brzo izlažu ponude koje knjigu ponuda vraćaju u ravnotežu. Međutim, kada se radi o nelikvidnoj dionici, taj proces dulje traje.

Neovisnom transakcijom smatra se transakcija izvršena na mjestu trgovanja u kojoj ne sudjeluje pružatelj likvidnosti, bilo da je unutar ugovora za pružanje likvidnosti, bilo izvršena za vlastiti račun ili za račun klijenata. Neovisnom ponudom smatra se svaka ponuda koja se u knjigu ponuda ne unosi u sklopu ugovora za pružanje

likvidnosti te koja se ne unosi u sklopu vlastitog trgovanja pružatelja likvidnosti, ili u sklopu trgovanja pružatelja likvidnosti za treće strane (klijenti i portfeljni klijenti).

#### 4. Trgovanje tijekom dražbi

Izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti tijekom dražbi dozvoljeno je, ali mora biti podložno dodatnim ograničenjima. Pružatelj likvidnosti mora osigurati da ne stvara umjetnu razinu cijene i mora dati ostalim sudionicima u dražbi dovoljno vremena da reagiraju na njegove ponude. Primjerice, ponude bi se trebale izlagati po cijeni koja neće znatno utjecati na konačnu cijenu dražbe. Što se tiče dionica kojima se trguje u modalitetu dražbe (bez faze kontinuirane trgovine), primjenjuje se isto načelo.

#### 5. Blok-transakcije (LIS nalozi)

##### **Opcija 1.:**

- Kod izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti pružatelju likvidnosti nije dopušteno provoditi blok-transakcije.

##### **Opcija 2.:**

- Kod izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti pružatelju likvidnosti dopušteno je provoditi blok-transakcije samo u iznimnim okolnostima u kojima mora održavati dovoljnu količinu gotovine ili dionica kad odnos između dionica i gotovine na računima izdavatelja više nije uravnotežen i može ometati izvršenje ugovora (izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti zahtijeva ravnotežu između dionica i gotovine na računima koje pružatelj likvidnosti otvara za izdavatelja; neravnoteža može ometati izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti). U tom se slučaju ne primjenjuju ograničenja volumena. Pružatelju likvidnosti nije dopušteno provoditi blok-transakcije za bilo koju drugu svrhu.

#### 6. Prijelazno razdoblje

U razdoblju od dvije godine od datuma primjene AMP-a pružatelj likvidnosti može odstupati od odredaba u vezi s ograničenjima volumena i ograničenjima cijena pod sljedećim uvjetima:

- pružatelj likvidnosti dokumentirat će, za svaki dan trgovanja, opravdane razloge koji su doveli do zaključka da je takvo odstupanje neophodno i da takvo odstupanje neće imati negativan učinak na funkcioniranje tržišta

- pružatelj likvidnosti mora odmah dostaviti Hanfi sažetak o primjeni takvog odstupanja i dokumentaciju navedenu u prethodnoj alineji
- iznosi odstupanja od ograničenja volumena i cijene u svakom slučaju ne smiju prelaziti:
  - o dvostruku vrijednost propisanih pragova za ograničenje volumena
  - o postotak od propisanih pragova za ograničenje cijene; Hanfa predlaže da se postoci određuju kao 1/2 cjenovnog ograničenja kod blok-transakcija (dio II. f).

Hanfa će koristiti navedeno dvogodišnje prijelazno razdoblje za praćenje provedbe ugovora o pružanju likvidnosti kako bi mogla procijeniti jesu li pragovi ispravno postavljeni.

### ***Situacije koje dovode do obustave ugovora o pružanju likvidnosti***

Izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti obustavlja se u sljedećim slučajevima:

- kada se provodi javna ponuda za dionice izdavatelja, odnosno kada se provode mjere stabilizacije u skladu s člankom 5. MAR-a
- kada se objavi ponuda za preuzimanje koja se odnosi na dionice izdavatelja, tj. kada je izdavatelj ciljno društvo u ponudi za preuzimanje.

Napominje se da svrha ugovora o pružanju likvidnosti nije povećanje broja vlastitih dionica izdavatelja, ali kada izdavatelj provodi program otkupa vlastitih dionica u skladu s člankom 5. MAR-a, Hanfa preporučuje izdavateljima da kod izračuna ograničenja volumena uzmu u obzir sve transakcije koje se odnose na njihove vlastite dionice koje se izvršavaju na uređenom tržištu ili MTP-u, te da izuzetke iz članaka 5. i 13. MAR-a razmatraju kumulativno. Izdavatelji koji su sklopili ugovor o pružanju likvidnosti mogu ga privremeno obustaviti tijekom provedbe programa otkupa vlastitih dionica iz članka 5. MAR-a. Sugerira se izdavateljima koji su sklopili ugovor o pružanju likvidnosti i koji paralelno provode program otkupa vlastitih dionica iz članka 5. MAR-a da privremeno obustave provedbu ugovora o pružanju likvidnosti. Privremenom suspenzijom ugovora o pružanju likvidnosti otklonile bi se situacije u kojima bi se primjerice uparili nalozi s jedne strane pružatelja likvidnosti koji nastupa za račun izdavatelja (na prodajnoj strani) i s druge strane izdavatelja koji otkupljuje vlastite dionice (na kupovnoj strani), što bi se opet moglo problematizirati s aspekta manipulativnog ponašanja.

## **Transparentnost i javne objave**

Prema Uredbi (EU) 2016/908 određene se informacije moraju javno objaviti prije nego što se ugovor o pružanju likvidnosti počne izvršavati, redovito nakon što se ugovor o pružanju likvidnosti počne izvršavati te nakon što se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati.

Slijedom toga, izdavatelj je dužan objaviti niže navedene informacije.

### Prije izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti:

- identitet investicijskog društva / kreditne institucije zadužene za izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti
- popis dionica na koje se ugovor odnosi
- mjesto trgovanja na kojem će se izvršiti ugovor o pružanju likvidnosti
- datum izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti
- iznose novčanih sredstava i dionica dodijeljenih za izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti
- maksimalni iznos dionica koje se mogu akumulirati u portfelju za vrijeme trajanja ugovora
- razdoblje u kojem će se ugovor provoditi i situacije koje će dovesti do privremene obustave ili prestanka ugovora o pružanju likvidnosti.

Svaka izmjena koja se odnosi na ove informacije mora biti javno objavljena što je prije moguće.

### Opcija 1: Svaka tri mjeseca, dok se izvršava ugovor o pružanju likvidnosti:

- dnevne agregirane informacije s pojedinostima o transakcijama izvršenim u okviru ugovora o pružanju likvidnosti: datum transakcija, broj transakcija, broj kupljenih i prodanih dionica, iznos korištenih novčanih sredstava, cijene u transakcijama, prosječna veličina transakcija, prosječni ponuđeni raspon cijena i iznos dionica koje su se držale unutar ugovora o pružanju likvidnosti na kraju svakog dana
- iznos novčanih sredstava i broj dionica dostupnih na računima vrijednosnih papira i novčanih sredstava.

### Opcija 2: Svakih šest mjeseci, dok se izvršava ugovor o pružanju likvidnosti:

- dnevne agregirane informacije, s pojedinostima o transakcijama izvršenim u okviru ugovora o pružanju likvidnosti: datum transakcija, broj transakcija, broj kupljenih i prodanih dionica, iznos korištenih novčanih sredstava, cijene u transakcijama, prosječna veličina transakcija, prosječni ponuđeni raspon

cijena i iznos dionica koje su se držale unutar ugovora o pružanju likvidnosti na kraju svakog dana

- iznos novčanih sredstava i broj dionica dostupnih na računima vrijednosnih papira i novčanih sredstava.

Kad se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati:

- obavijest da je prestalo izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti
- razlozi ili uzroci prestanka izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti
- podaci o transakcijama koje su izvršene za vrijeme trajanja ugovora (kumulativno): broj kupljenih i prodanih dionica, iznos upotrijebljenih novčanih sredstava, stanje računa vrijednosnih papira i računa novčanih sredstava na dan prestanka izvršenja ugovora.

### ***Razlozi zbog kojih bi se praksa mogla smatrati manipulacijom tržišta (u slučaju da se ne uredi transparentno)***

Poboljšanje likvidnosti na temelju ugovora o pružanju likvidnosti podrazumijeva sklapanje transakcija i unos ponuda u knjigu ponuda mjesta trgovanja koje se potencijalno mogu tumačiti kao manipulacija tržištem jer:

- takve transakcije/ponude mogu dati obmanjujuće signale u pogledu ponude ili potražnje za dionicama na koje se odnosi ugovor
- takve transakcije/ponude mogu dovesti do stvaranja umjetne cijene dionica na koje se odnosi ugovor.

Kako bi se osiguralo da su transakcije izvršene u sklopu ugovora o pružanju likvidnosti i ponude izložene u sklopu ugovora o pružanju likvidnosti provedene iz legitimnih razloga, postavljaju se uvjeti i zahtjevi pod kojima se ugovori o pružanju likvidnosti mogu utvrditi kao AMP.

Praksa pružanja likvidnosti u kojoj se izdavatelji i pružatelj likvidnosti ne bi pridržavali prethodno navedenih uvjeta i ograničenja potencijalno bi mogla dati obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene dionica na koje se odnosi ugovor te bi se mogla smatrati tržišnom manipulacijom.



**Pitanje 2.: Slažete li se s uvjetima provođenja AMP-a koji su opisani? Koje biste opcije odabrali i zašto?**

**Pitanje 3.: Što se tiče praga u apsolutnom iznosu kod ograničenja volumena, smatrate li da je prag od 20.000 eura prikladan za naše tržište? Koji biste prag predložili i zašto (obrazložite na temelju kvantitativnih podataka)?**

**Pitanje 4.: (Za kreditne institucije i investicijska društva) Biste li pružali uslugu pružatelja likvidnosti kako je opisana u AMP-u i pod kojim uvjetima?**

**Pitanje 5.: (Za izdavatelje) Vidite li u čl. 233. st. 1. (drugoj rečenici) ZTD-a prema kojem: „Društvo ne smije stjecati vlastite dionice da bi njima trgovalo.“ zakonodavno ograničenje za sklapanje ugovora s pružateljima likvidnosti u okviru AMP-a? Ako da, smatrate li nužnim da se u Zakonu o trgovačkim društvima konkretizira da se navedeni zahtjev zabrane trgovanja vlastitim dionicama ne odnosi na prihvaćene tržišne prakse po MAR-u<sup>24</sup> što se tiče pružanja likvidnosti za dionice izdavatelja?**

---

<sup>24</sup> U odredbi čl. 60. Direktive (EU) 2017/1132 Europskog Parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava koja je implementirana kroz Zakon o trgovačkim društvima, a kojom odredbom se uređuje stjecanje vlastitih dionica stoji:

„1. **Ne dovodeći u pitanje** načelo jednakog postupanja prema svim dioničarima koji su u jednakom položaju ni **Uredbu (EU) br. 596/2014, države članice mogu dopustiti društvu stjecanje vlastitih dionica**, bilo da to čini ono samo ili preko osobe koja djeluje u svoje ime, a za račun društva. Države članice, u mjeri u kojoj su stjecanja dopuštena, određuju da za takva stjecanja vrijede sljedeći uvjeti: (...)“.

Prema tome, vidljivo je da Direktiva ne dovodi u pitanje odredbe MAR-a u pogledu stjecanja vlastitih dionica izdavatelja, što posljedično znači da su primjenjivi i AMP-ovi koji su primarno regulirani kroz MAR.

## PRILOG I. – PREGLED I USPOREDBA TRENUTAČNO USVOJENIH AMP-ova U EU-u

\* AMP AFM (Nizozemska) ukinut je u 2017. te se ovdje neće opisivati.

MAR AMP – opis	CNMV – Španjolska <sup>25</sup>	AMF – Francuska <sup>26</sup>	CONSOB – Italija <sup>27</sup>	CMVM – Portugal <sup>28</sup>
<b>Svrha i mjesto trgovanja na kojem se koristi</b>	Svrha ugovora o pružanju likvidnosti je povećati likvidnost i redovno trgovanje dionicama koje su uvrštene na španjolskim uređenim tržištima i španjolskim MTP-ovima.	Poboljšanje likvidnosti dionica koje su uvrštene na uređeno tržište Euronext Paris i MTP Alternext Paris. Cilj je povećati redovno trgovanje i stabilnost cijena.	Poboljšanje likvidnosti za dionice i udjele talijanskih zatvorenih investicijskih fondova (CIUs) u nekretnine koji su odobreni za trgovanje na reguliranim tržištima ili multilateralnim trgovačkim platformama (MTP) u Italiji.	Povećanje likvidnosti i redovno trgovanje dionicama na reguliranim tržištima ili MTP-ovima u Portugalu.
<b>Datum uspostave</b>	24.6.2016.	1.1.2019.	18.5.2020.	27.9.2017.

<sup>25</sup> ESMA-ino mišljenje o CNMV AMP-u dostupno je ovdje: [2016-1663\\_-\\_on\\_intended\\_accepted\\_market\\_practice\\_on\\_liquidity\\_contracts\\_notified\\_by\\_the\\_cnmv.pdf](#)

<sup>26</sup> ESMA-ino mišljenje o AMF AMP-u dostupno je ovdje: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-442\\_opinion\\_on\\_amf\\_amp\\_on\\_liquidity\\_contracts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-442_opinion_on_amf_amp_on_liquidity_contracts.pdf)

<sup>27</sup> ESMA-ino mišljenje o CONSOB AMP-u dostupno je ovdje: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7850\\_consob\\_amp.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7850_consob_amp.pdf)

<sup>28</sup> ESMA-ino mišljenje o CMVM AMP-u dostupno je ovdje: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-171\\_opinion\\_on\\_cmvm\\_amp\\_on\\_liquidity\\_contracts.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-171_opinion_on_cmvm_amp_on_liquidity_contracts.pdf)

<b>Vrste subjekata koji mogu obavljati AMP</b>	Investicijsko društvo ili kreditna institucija - pružatelj likvidnosti	Investicijsko društvo ili kreditna institucija koji su član tržišta na kojemu obavljaju transakcije	Financijski posrednici ovlašteni za pružanje investicijskih usluga prema talijanskom zakonodavstvu	Investicijska društva ili kreditne institucije ovlaštene za pružanje likvidnosti
<b>Vrste subjekata koji mogu koristiti AMP</b>	Svaki izdavatelj čije su dionice uvrštene na uređenom tržištu u Španjolskoj ili kojima se trguje na španjolskim MTP-ovima	Svaki izdavatelj čije su dionice uvrštene na reguliranim tržištima u Francuskoj	Izdavatelji dionica ili zatvorenih investicijski fondovi za kolektivna ulaganja (CIUs) u nekretnine	Izdavatelji čije su dionice uvrštene na reguliranim tržištima ili MTP-ovima u Portugalu
<b>Naknada pružatelju likvidnosti</b>	N/A	Naknada je fiksni iznos. Može uključivati varijabilni iznos ako ne prelazi 15 % ukupne naknade i ne potiče ponašanje koje bi moglo biti štetno za integritet tržišta ili uredno funkcioniranje tržišta.	N/A	N/A
<b>Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti</b>	Maksimalni iznos novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koje izdavatelj dodijeli ugovoru o pružanju likvidnosti ne smiju prijeći za:	Maksimalni iznosi novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koji se mogu dodijeliti za izvršenje ugovora o pružanju	<u>Za likvidne financijske instrumente:</u> najviše do 200 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom 30 dana prije početka aktivnosti i, u	<u>Za visokolikvidne dionice:</u> Maksimalni iznos novčanih sredstava ne smije premašiti 75 % prosječnog dnevnog volumena trgovanja, s

	<p><u>Likvidne dionice:</u></p> <p>maksimalni iznosi novčanih sredstava ne smiju prijeći 15 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja pomnoženo s 5. Limiti povezani s dionicama određuju se istim parametrima, pretvarajući volumen u dionice uzimajući u obzir tržišnu cijenu dionice u vrijeme potpisa ugovora.</p> <p><u>Za dionice koje ne spadaju u gornju kategoriju :</u></p> <p>maksimalni iznosi novčanih sredstava ne smiju prijeći 25 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u</p>	<p>likvidnosti ograničeni su na sljedeće:</p> <p><u>Visokolikvidne dionice:</u></p> <p>Ne može prelaziti 100 % prosječnog dnevnog volumena transakcija zabilježenog na mjestu trgovanja tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana, uz maksimalni iznos od 50 milijuna eura.</p> <p><u>Likvidne dionice:</u></p> <p>Ne može prelaziti 200 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana, uz maksimalni iznos od 20 milijuna eura.</p> <p><u>Nelikvidne dionice</u></p>	<p>svakom slučaju, ne više od 20 milijuna eura;</p> <p><u>Za nelikvidne financijske instrumente:</u></p> <p>najviše do 1% od ukupno izdanih financijskih instrumenata koji će se odrediti na početku dana kada je aktivnost započela ili 500 % prosječnog dnevnog volumena i, u svakom slučaju, ne više od 1 milijuna eura. Ograničenje od 1% izračunava se na početku dana kada aktivnost počinje i ažurira se kada dođe do značajne promjene u izdanju financijskih instrumenata.</p> <p>Ako se aktivnost obavlja na više tržišta, ograničenja se</p>	<p>maksimalnim iznosom od 50 milijuna eura.</p> <p><u>Za likvidne dionice</u> (dionice uključene u PSI20 indeks, ali koje nisu likvidne prema MiFID standardima):</p> <p>Maksimalni iznos novčanih sredstava ne smije premašiti 200 % prosječnog dnevnog volumena, s maksimalnim iznosom od 20 milijuna eura.</p> <p><u>Za ostale dionice:</u></p> <p>Maksimalni iznos novčanih sredstava ne smije premašiti 500 % prosječnog dnevnog volumena ili 1% od ukupnog broja izdanih dionica, s maksimalnim iznosom od 1 milijuna eura.</p>
--	--	---	---	---

	prethodnih trideset dana trgovanja pomnoženo s 15 ili 0,5 % broja izdanih dionica od izdavatelja pomnoženo s tržišnom cijenom dionice u vrijeme potpisa ugovora. Limiti povezani s dionicama određuju se istim parametrima, pretvarajući volumen u dionice uzimajući u obzir tržišnu cijenu dionice u vrijeme potpisa ugovora.	Ne može prelaziti 500 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana ili 1 % tržišne kapitalizacije izdavatelja.	određuju u odnosu na najlikvidnije tržište.	
<b>Ograničenja u vezi s volumenom/prometom</b>	<p><u>Za likvidne dionice</u> ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana.</p> <p><u>Za nelikvidne dionice</u> ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog prometa u prethodnih 30 trgovinskih dana.</p>	Ograničenja u vezi s volumenom trgovanja prema ugovoru o pružanju likvidnosti definirana su kao postotak prosječnog dnevnog prometa na tržištu, s posebnim pragom od 20.000 eura za kumulativne transakcije tijekom istog trgovinskog dana.	<u>Za _____ nelikvidne financijske instrumente</u> , broj financijskih instrumenata kupljenih ili prodanih na tržištu u jednom trgovačkom danu ne smije premašiti 25 % prosječnog dnevnog prometa takvih financijskih	<p><u>Visokolikvidne dionice:</u> volumen transakcija ne smije premašiti 5 % prosječnog dnevnog volumena na tržištu u prethodnih 20 trgovinskih sesija.</p> <p><u>Likvidne dionice:</u> volumen transakcija ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog volumena na</p>

		<p>Kada se taj prag premaši, volumen trgovanja ne smije prelaziti sljedeće postotke:</p> <p><u>Visokolikvidne dionice:</u></p> <p>Ograničenje: Ne smije prelaziti 5 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana.</p> <p>Likvidne dionice:</p> <p>Ograničenje: Ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana.</p> <p>Nelikvidne dionice:</p> <p>Ograničenje: Ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog</p>	<p>instrumenata kojima se trgovalo na istom tržištu u prethodnih 20 trgovačkih dana.</p> <p><u>Za likvidne</u> 15 %.</p>	<p>tržištu u prethodnih 20 trgovinskih sesija.</p> <p><u>Ostale dionice:</u> Za ostale dionice, transakcije ne smiju premašiti manje od sljedećeg: 25 % dnevnog volumena na tržištu u prethodnih 20 trgovinskih sesija, ili 20.000 eura.</p> <p>Ova ograničenja izračunavaju se kumulativno, što znači da se sve transakcije izvršene prema ugovoru o pružanju likvidnosti (kupnje i prodaje) zbrajaju, bez međusobnog umanjenja.</p>
--	--	--	--	---



		prometa na tržištu tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana.		
<b>Ograničenja u vezi s cijenom</b>	<p>Pružatelj likvidnosti dužan je izlagati ponude s ograničenim utjecajem na cijenu i mora ispunjavati sljedeće uvjete:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ponude za kupnju bit će izložene po cijeni koja nije veća od cijene u posljednjoj neovisnoj transakciji ili najviše neovisne ponude za kupnju u knjizi ponuda, koja je god vrijednost viša</li> <li>- ponude za prodaju bit će izložene po cijeni koja nije manja od cijene u posljednjoj neovisnoj transakciji ili najniže neovisne ponude za prodaju u knjizi ponuda, koja je god vrijednost niža.</li> </ul>	<p>Ponude za kupnju moraju biti izložene po cijeni koja nije veća od cijene posljednje neovisne transakcije ili najvišoj neovisnoj ponudi za kupnju koja se nalazi u knjizi ponuda, ovisno o tome koja je cijena viša. Ova pravila osiguravaju da kupovne ponude ostanu u skladu s tržišnim uvjetima.</p> <p>Ponude za prodaju trebaju biti postavljene po cijeni koja nije niža od cijene posljednje neovisne transakcije ili najnižoj neovisnoj ponudi za prodaju u knjizi ponuda, ovisno o tome koja je cijena niža.</p>	<p>Transakcije moraju odražavati tržišne uvjete i biti u skladu s prosječnom cijenom, bez značajnog utjecaja na cijene ili trend.</p>	<p>Pružatelj likvidnosti mora izlagati ponude za kupnju po cijeni koja nije viša od cijene posljednje neovisne transakcije ili najviše neovisne ponude za kupnju u knjizi ponuda, ovisno o tome koja je od tih vrijednosti viša.</p> <p>Ova mjera osigurava da kupovne cijene ostanu u okviru tržišnih uvjeta i da ne utječu na cijene na način koji bi se mogao smatrati manipulativnim.</p> <p>Prodajne ponude:</p> <p>Pružatelj likvidnosti mora izlagati ponude za prodaju po cijeni koja nije niža od cijene posljednje neovisne transakcije ili najniže neovisne ponude za prodaju u knjizi ponuda,</p>

				<p>ovisno o tome koja je od tih vrijednosti niža.</p> <p>Ova pravila osiguravaju da prodajne cijene također odražavaju tržišne uvjete i da ne stvaraju nepravedne prednosti ili izazovu pomake u cijenama.</p>
<b>Blok-transakcije</b>	<p>Kod izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti pružatelju likvidnosti dopušteno je provoditi blok-transakcije samo u iznimnim okolnostima: osoba koja izvršava trgovinu mora biti treća strana i mora odgovoriti na ponudu za kupnju ili prodaju generiranu izvan područja pružatelja likvidnosti. Ova će se transakcija uračunati u dnevni volumen ograničenja u ugovoru o pružanju likvidnosti, ali se neće računati u izračun odgovarajućih 15 % ili</p>	<p>Za izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti, zaključivanje blok-transakcija dionica dopušteno je samo u iznimnim uvjetima kada investicijsko društvo mora održati dovoljne zalihe gotovine ili dionica. Ako dođe do nerazmjera između dionica i gotovine koji može ometati izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti (izvršenje zahtijeva ravnotežu između dionica i gotovine na računima društva), tada</p>	<p>Blok-transakcije nisu dopuštene u okviru ove prakse jer mogu dovesti do narušavanja tržišta i manipulacije cijenama.</p>	<p>Blok-transakcije nisu dopuštene u okviru ovog AMP-a.</p>

	25 % prosječnog dnevnog trgovanja na trgovinskoj platformi na kojoj se ugovor o pružanju likvidnosti izvršava u prethodnih 30 sesija.	ograničenja u vezi s volumenom ne vrijede.		
<b>Transparentnost i javne objave</b>	<p>Prije sklapanja ugovora s pružateljem likvidnosti izdavatelj mora javno objaviti putem CNMW-ove internetske stranice:</p> <p>(i) identitet pružatelja likvidnosti, udio na koji će AMP primijeniti</p> <p>(ii) mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati, trajanje ugovora</p> <p>(iii) broj dionica i iznos gotovine dodijeljen računima vrijednosnih papira odnosno gotovini.</p> <p>Tromjesečno, nakon provedbe AMP-a,</p>	<p>Prije sklapanja ugovora s pružateljem likvidnosti izdavatelj mora javno objaviti važne informacije putem svoje internetske stranice, uključujući:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- identitet pružatelja likvidnosti</li> <li>- vrstu financijskih instrumenata na koje se AMP primjenjuje</li> <li>- mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati</li> <li>- trajanje ugovora</li> </ul>	<p>Izdavatelj mora odmah objaviti informacije o Ugovoru. Pružatelj likvidnosti izvještava o broju i vrijednosti kupljenih / prodanih instrumenata kvartalno, unutar 15 dana nakon kraja kvartala. Kada aktivnost prestane, izdavatelj mora odmah objaviti razloge prekida i relevantne informacije za razdoblje nakon posljednjeg kvartalnog izvještaja. Sve objave trebaju se provoditi na način koji je propisan za otkrivanje povlaštenih informacija.</p>	<p>Objava informacija prilikom sklapanja ugovora: Izdavatelj je dužan odmah javno objaviti određene informacije prilikom sklapanja ugovora o pružanju likvidnosti. To uključuje:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• identitet pružatelja likvidnosti</li> <li>• udio na koji će se AMP primijeniti</li> <li>• mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati</li> <li>• trajanje ugovora</li> <li>• broj dionica i iznos gotovine dodijeljen</li> </ul>

	<p>javnosti se objavljuju dnevni zbirni podaci o transakcijama izvršenima na temelju ugovora, zbirni iznos vlastitih kupljenih i prodanih dionica, iznos isplaćene i primljene gotovine te iznos novčanih sredstava i broj dionica dostupnih na računima vrijednosnih papira i novčanih sredstava.</p> <p>Kad se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati:</p> <p>(i) obavijest da je prestalo izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti</p> <p>(ii) razlozi ili uzroci prestanka izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti</p> <p>(iii) podaci o transakcijama koje su izvršene za vrijeme</p>	<p>- broj dionica i iznos novčanih sredstava dodijeljenih ugovoru.</p> <p>Kvartalne objave:</p> <p>Nakon početka AMP-a izdavatelj mora kvartalno objavljivati detaljne informacije o:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- zbirnim podacima o transakcijama izvršenim na temelju ugovora</li> <li>- zbirnim iznosima vlastitih dionica koje su kupljene i prodane</li> <li>- iznosima isplaćenih i primljenih novčanih sredstava</li> <li>- stanju računa vrijednosnih papira i novčanih sredstava na dan</li> </ul>		<p>računima vrijednosnih papira.</p> <p>Tromjesečne objave: Nakon što je AMP proveden, izdavatelj mora tromjesečno objavljivati:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- zbirne podatke o transakcijama izvršenim u okviru ugovora</li> <li>- ukupan iznos kupljenih i prodanih dionica</li> <li>- iznos isplaćene i primljene gotovine</li> <li>- stanje računa vrijednosnih papira i iznos gotovine dostupan na računu.</li> </ul> <p>Obustava aktivnosti: Kada se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati, izdavatelj mora javno objaviti:</p>
--	--	--	--	--

	<p>trajanja ugovora (kumulativno): broj kupljenih i prodanih dionica, iznos upotrijebljenih novčanih sredstava, stanje računa vrijednosnih papira i računa novčanih sredstava na dan prestanka izvršenja ugovora.</p>	<p>prestanka ugovora.</p> <p>Obavijesti o prestanku ugovora:</p> <p>Kada se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati, izdavatelj je dužan odmah obavijestiti javnost o:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- razlozima prestanka izvršenja ugovora</li> <li>- detaljima o transakcijama koje su se dogodile tijekom trajanja ugovora, uključujući broj kupljenih i prodanih dionica te stanje računa na dan prestanka.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- obavijest o prestanku izvršenja ugovora</li> <li>- razloge ili uzroke prestanka</li> <li>- relevantne informacije o transakcijama izvršenim tijekom trajanja ugovora, uključujući broj kupljenih i prodanih dionica i stanje računa na dan prestanka izvršenja.</li> </ul> <p>Način objave: Sve objave trebaju se vršiti u skladu s pravilima za otkrivanje povlaštenih informacija kako bi se osigurala transparentnost i dostupnost informacija svim sudionicima tržišta.</p>
<b>Prijelazno razdoblje</b>	N/A	Tijekom razdoblja od dvije godine od primjene odluke koja	N/A	N/A

		<p>uređuje nove odredbe o likvidacijskim ugovorima, pružatelj likvidnosti ugovora može odstupiti od odredbi povezanih s ograničenjima volumena i cijena, uz sljedeće uvjete:</p> <p>Pružatelj likvidnosti mora dokumentirati opravdanje za korištenje odstupanja za svaki trgovinski dan, osiguravajući da to nije ometalo uredno funkcioniranje tržišta. Izvršitelj mora odmah dostaviti AMF-u sažetak korištenja odstupanja i prateću dokumentaciju.</p> <p>Tijekom ovog dvogodišnjeg prijelaznog razdoblja, AMF će pratiti implementaciju likvidacijskih ugovora i</p>		
--	--	---	--	--

		ocijeniti jesu li postavljene granice pravilno kalibrirane.		
<b>Mišljenje ESMA-e</b>	<p>Pozitivno uz prijedlog CNMV da razmotri i.) uvođenje maksimalnih novčanih iznosa kojima se ograničavaju sredstva koja će se dodijeliti za izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti, razlikujući različite kategorije likvidnosti dionica i ii.) mogućnost da se pružatelj likvidnosti može naći u situaciji da je prisutan na objema stranama knjige naloga.</p> <p>CNMV je 25. srpnja 2019. godine obavijestio ESMA-u o prijedlogu revizije koji omogućava bolje usklađivanje njihovog AMP-a s Točkama za konvergenciju. Revizija AMP-a CNMV-a dobila je</p>	<p>Dana 11. travnja 2018. ESMA je izdala negativno mišljenje o AMF-ovom prijedlogu AMP-a zbog dopuštenja izuzeća u vezi s resursima, cijenama i obujmom tijekom dvogodišnjeg prijelaznog razdoblja. AMF je započeo primjenu novog AMP-a 1. siječnja 2019. Unatoč negativnom mišljenju, AMF je 28. svibnja 2021. izdao novi AMP, koji je također dobio negativno mišljenje zbog nedostatka ograničenja cijena i volumena za nelikvidne dionice. AMF se oslonio na svoje mjere praćenja i tvrdi da su njihovi</p>	<p>ESMA podržava praksu kao usklađenu s MAR regulativom, ali preporučuje kontinuirano praćenje tržišnih učinaka.</p>	<p>Pozitivno</p>



	pozitivno mišljenje od ESMA-e 19. rujna 2019. (ESMA70-155-8524).	cjenovni limiti stroži od preporučenih.		
--	--	---	--	--

**Kriteriji iz ESMA-inog mišljenja<sup>29</sup> *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity Contracts***

<b>Kriteriji</b>	<b>ESMA-ino mišljenje iz 2017.</b>
<b>Mjesto trgovanja na kojem se koristi i za koje instrumente</b>	Trgovanje se može obavljati na različitim burzama za sve vrste dionica, uključujući dionice s visokom likvidnošću, likvidne dionice i nelikvidne dionice.
<b>Pisana forma ugovora (DA/NE)</b>	DA - Ugovor o pružanju likvidnosti mora biti u pisanoj formi, što omogućava jasnu dokumentaciju i poštivanje propisa.
<b>Vrste subjekata koji mogu obavljati AMP i koje ga mogu koristiti</b>	AMP mogu koristiti izdavatelji, investicijska društva, kao i financijski posrednici koji su ovlašteni i ispunjavaju regulatorne zahtjeve.
<b>Naknada pružatelju likvidnosti</b>	Ova naknada može biti fiksna ili varijabilna, a svi detalji o strukturi naknade, uključujući sve uvjete i granice, trebaju biti jasno definirani u ugovoru.
<b>Obveza istovremenog izlaganja ponuda za kupnju i ponuda za prodaju</b>	Pod normalnim uvjetima pružatelj likvidnosti trebao bi imati naloge na obje strane knjige naloga, no ne postoji obveza da ti nalozi budu najbolja ponuda i potražnja ili da budu simetrični. Ova fleksibilnost omogućava pružateljima likvidnosti da održe svoju ulogu u povećanju tržišne likvidnosti bez obveze da uvijek nude najkonkurentnije cijene.
<b>Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti</b>	Ograničenja su definirana za različite tipove dionica:

<sup>29</sup> Dostupno ovdje: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-76\\_opinion\\_on\\_point\\_of\\_convergence\\_of\\_liquidity\\_contract\\_amp.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-76_opinion_on_point_of_convergence_of_liquidity_contract_amp.pdf)

	<p>Visokolikvidne dionice: Maksimalno 100 % prosječnog dnevnog prometa tijekom posljednjih 30 trgovinskih dana, ne smije premašiti 50 milijuna eura.</p> <p>Likvidne dionice: Maksimalno 200 % prosječnog dnevnog prometa, ne smije premašiti 20 milijuna eura.</p> <p>Nelikvidne dionice: Maksimalno 500 % prosječnog dnevnog prometa ili 1 % tržišne kapitalizacije društva.</p>
<p><b>Ograničenja u vezi s volumenom/prometom</b></p>	<p>Nelikvidne dionice:</p> <p>Trgovanje ne smije premašiti 25 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija.</p> <p>Likvidne dionice:</p> <p>Trgovanje ne smije premašiti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija.</p> <p>Visokolikvidne dionice:</p> <p>Ako se uvede potkategorija visokolikvidnih dionica, trgovanje ne smije premašiti 5 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija.</p> <p>Jedinstveni prag:</p> <p>Može se dopustiti jedinstveni prag od 20.000 eura, posebno za vrlo nelikvidne dionice budući da čak ni 25 % prosječnog dnevnog prometa možda neće omogućiti pružatelju likvidnosti da učinkovito osigura likvidnost.</p> <p>Kumulacija transakcija:</p>

	Sva ograničenja trebaju se izračunati uzimajući u obzir sve transakcije izvršene pod ugovorom o pružanju likvidnosti, zbrajajući kupovine i prodaje bez umanjivanja.
<b>Ograničenja u vezi s cijenom</b>	Za naloge kupnje: Cijena ne smije biti viša od veće vrijednosti između posljednje neovisne transakcije i najviše neovisne ponude u knjizi naloga. Za naloge prodaje: Cijena ne smije biti niža od manje vrijednosti između posljednje neovisne transakcije i najniže ponude za prodaju u knjizi naloga.
<b>Trgovanje tijekom dražbi</b>	Nalozi uneseni tijekom bilo koje faze dražbe trebaju se postaviti po cijeni koja ne bi utjecala na konačnu cijenu dražbe, uzimajući u obzir pravila i mehanizme trgovanja na mjestu trgovanja
<b>Blok-transakcije</b>	Blok-transakcije dopuštene su u iznimnim okolnostima kada je potrebno održati ravnotežu.

## PRILOG II. – PRIMJER PREDLOŠKA UGOVORA O PRUŽANJU LIKVIDNOSTI

### Predložak ugovora o pružanju likvidnosti

*\*Napomena – radi se o primjeru predloška koji sadrži neke od opcija iz opisa AMP-a u ovom dokumentu.*

### UGOVOR O PRUŽANJU LIKVIDNOSTI

Ovaj ugovor o pružanju likvidnosti („**ugovor**”) [datum] sklapaju

[naziv društva],

društvo s temeljnim kapitalom u iznosu od [...] [EUR], sa sjedištem na adresi [adresa], OIB [xx], upisano u sudski registar Trgovačkog suda u [grad/država] pod brojem [...], koje zastupa [...],

(„ **izdavatelj**”)

**i**

[naziv društva], društvo s temeljnim kapitalom u iznosu od [...] [EUR], sa sjedištem na adresi [adresa], OIB [xx], ovlašteno od strane [nacionalno nadležno tijelo], referentni broj [...] i upisano u sudski registar Trgovačkog suda u [grad/država] pod brojem [...], koje zastupa [...],

(„ **pružatelj likvidnosti**”)

(dalje u tekstu zajedno „ **ugovorne strane** ”)

**Ugovorne strane sporazumjele su se kako slijedi:**

#### 1. DEFINICIJE

U ovom ugovoru sljedeći pojmovi imaju sljedeća značenja:

(a) „tržište” znači uređeno tržište na koje su dionice izdavatelja uvrštene u kotaciju i za trgovanje i na temelju kojih se ugovor izvršava, odnosno [naziv predmetnog uređenog tržišta Zagrebačke burze d.d.]

(b) „dionice” znači dionički kapital izdavatelja u iznosu od [...] [EUR], uvršten u kotaciju i za trgovanje na tržištu i podijeljen na [...] dionica nominalnog iznosa [...] / [...] dionica bez nominalnog iznosa koje nose sljedeće oznake ISIN: [...]

(c) „račun likvidnosti” poseban je račun [broj ...] koji pružatelj likvidnosti otvara u ime izdavatelja

(d) „*prosječan dnevni promet*” znači ukupan promet relevantnih dionica podijeljen s 20 pri čemu se ukupni promet predmetnih dionica izračunava zbrajanjem rezultata množenja, za svaku transakciju provedenu tijekom prethodnih 20 dana trgovanja na predmetnom tržištu, broja dionica koje su kupci i prodavatelji razmijenili jediničnom cijenom primjenjivom na tu transakciju

(e) „*visokolikvidne dionice*” znači dionice za koje postoji likvidno tržište iz članka 1. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/567

(f) „*likvidne dionice*” znači dionice za koje ne postoji likvidno tržište u skladu s člancima 1. i 5. Delegirane uredbe (EU) 2017/567, ali koje su uključene u sastav CROBEX-a

(g) „*nelikvidne dionice*” znači dionice za koje ne postoji likvidno tržište u skladu s člancima 1. i 5. Delegirane uredbe (EU) 2017/567 i koje nisu uključene u sastav CROBEX-a.

## **2. OBVEZE PRUŽATELJA LIKVIDNOSTI**

### **2.1. Odobrenje za rad**

Pružatelj likvidnosti izjavljuje i jamči izdavatelju da mu je [*nacionalno nadležno tijelo*] propisno izdalo odobrenje za obavljanje aktivnosti [*financijska usluga*] i da je registrirani član tržišta. Pružatelj likvidnosti obvezuje se zadržati odobrenje za rad koje je izdalo nadležno tijelo i status člana tržišta tijekom cijelog trajanja ugovora.

[*Dodatne obveze*]

### **2.2. Neovisnost pružatelja likvidnosti**

2.2.1. Pružatelj likvidnosti pri izvršavanju ovog ugovora djeluje neovisno o izdavatelju.

2.2.2. Pružatelj likvidnosti obvezan je uspostaviti mjere kojima se osigurava da odluke o trgovanju koje se odnose na ovaj ugovor budu neovisne o odlukama o trgovanju drugih organizacijskih jedinica za trgovanje, skupina ili jedinica za trgovanje pružatelja likvidnosti koje sudjeluju u aktivnostima trgovanja tim dionicama ili financijskim instrumentima čija cijena ili vrijednost ovisi o cijeni ili vrijednosti dionica, ili na njih utječe, za koje pružatelja likvidnosti ima mandat u skladu s ovim ugovorom, uključujući naloge za trgovanje primljene od klijenata, upravljanje portfeljem ili naloge izdane za njegov vlastiti račun.

2.2.3. Pružatelj likvidnosti održava odgovarajuću unutarnju strukturu i kontrole kojima se osigurava neovisnost njegova osoblja zaduženog za trgovanje u skladu s ovim ugovorom od ostalih organizacijskih jedinica za trgovanje, skupina ili jedinica za trgovanje koje sudjeluju u aktivnostima trgovanja pružatelja likvidnosti.

### **2.3. Sukob interesa**

Pružatelj likvidnosti obvezan je uspostaviti odgovarajuće mjere za sprječavanje i upravljanje sukobima interesa koji mogu nastati zbog izvršenja ovog ugovora.

### **2.4. Račun likvidnosti**

2.4.1. Pružatelj likvidnosti otvara račun likvidnosti sa sredstvima u gotovini i/ili dionicama koje izdavatelj polaže radi izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti.

2.4.2. Pružatelj likvidnosti na računu likvidnosti evidentira samo i jedino sve transakcije izvršene na temelju ovog ugovora.

2.4.3. Pružatelj likvidnosti sredstva s računa likvidnosti koristi isključivo u svrhu izvršenja obveza iz ovog ugovora.

2.4.4. Pružatelj likvidnosti ne smije prekoračiti iznos gotovine ili dionica na računu likvidnosti i obvezan je osigurati da ta sredstva budu u skladu s pragovima iz točke 3.3. drugog stavka.

2.4.5. Pružatelj likvidnosti zatvara račun likvidnosti nakon isteka ili raskida ovog ugovora i odmah prenosi svu preostalu gotovinu ili dionice s računa likvidnosti na račune koje navede izdavatelj.

### **2.5. Nalozi za kupnju i prodaju**

2.5.1. Pružatelj likvidnosti obvezuje se unositi naloge za kupnju i prodaju dionica na tržištu isključivo u svrhu povećanja njihove likvidnosti i poboljšanja redovitosti trgovanja tim dionicama ili sprječavanja oscilacija cijena koje se ne temelje na aktualnom trendu na tržištu. Pružatelj likvidnosti unosi naloge na obje strane knjige naloga.

2.5.2. Pružatelj likvidnosti obvezuje se da neće unositi naloge koji mogu obmanuti treće strane.

2.5.3. Pružatelj likvidnosti obvezuje se da neće mijenjati tržišne cijene ako su za trgovanje zainteresirane neovisne organizacijske jedinice za trgovanje, skupine ili jedinice za trgovanje koje sudjeluju u drugim aktivnostima trgovanja pružatelja likvidnosti ili neovisne treće strane. Za naloge za kupnju, pružatelj likvidnosti obvezuje se izdavati naloge za dionice čija cijena ne premašuje nalog najviše neovisne ponude u knjizi ili zadnju neovisnu transakciju, ovisno o tome što je više. Za naloge za prodaju, pružatelj likvidnosti obvezuje se izdavati naloge za dionice čija cijena nije niža od naloga najniže neovisne ponude u knjizi ili zadnje neovisne transakcije, ovisno o tome što je niže.

2.5.4. Obveza unosa naloga za trgovanje na obje strane knjige naloga iz točke 2.5.1. ne primjenjuje se ni u jednoj od sljedećih okolnosti:

- (a) u okolnostima volatilnosti u kojima se mehanizmi u slučaju volatilnosti pokreću za dionice koje su predmet ugovora o pružanju likvidnosti ili u okolnostima iznimne volatilnosti u kojima se mehanizmi u slučaju volatilnosti pokreću za većinu financijskih instrumenata kojima se trguje na tržištu
- (b) u slučaju rata, štrajka, građanskih nemira ili kibernetičke sabotaže
- (c) u slučaju neurednih uvjeta trgovanja u kojima je onemogućeno održavati pravedno, uredno i transparentno izvršenje transakcija ako pružatelj likvidnosti može dokazati jedno od sljedećeg:
  - i. na učinkovitost sustava tržišta znatno utječu kašnjenja i prekidi
  - ii. nastao je veći broj neispravnih naloga ili transakcija
  - iii. tržište nema dostatan kapacitet za pružanje usluga.

## 2.6. Dnevne aktivnosti trgovanja

2.6.1. Pružatelj likvidnosti pri trgovanju ne premašuje sljedeće dnevne volumene:

- (a) za visokolikvidne dionice ne smije prelaziti 5 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- b) za likvidne dionice ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana
- c) za nelikvidne dionice ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog prometa u prethodnih 30 trgovinskih dana.

Ako zbog volumena iz točaka b) i c) ne može učinkovito pružiti likvidnost, pružatelj likvidnosti smije primijeniti jedinstveni čvrsti prag od 20 000 EUR.

2.6.2. Veliki nalozi i dogovorene transakcije iz članka 4. stavka 1. točaka (b) i (c) Uredbe (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća (2) i članka 7. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/587 (3) obuhvaćene su područjem primjene ovog ugovora o pružanju likvidnosti ako ispunjavaju sve uvjete u nastavku:

- (a) izvršavaju se na mjestu trgovanja
- (b) u skladu su s pravilima tržišta
- (c) odvijaju se u izuzetnim situacijama.

U skladu s uvjetima iz točaka (a), (b) i (c), pružatelj likvidnosti smije premašiti ograničenja iz točke 2.6.1. za taj dan trgovanja.



## 2.7. Vođenje evidencije

2.7.1. Pružatelj likvidnosti obvezuje se pet godina čuvati odgovarajuću evidenciju naloga i transakcija koji se odnose na ugovor.

2.7.2. Pružatelj likvidnosti obvezuje se čuvati na pet godina dokumentaciju koja dokazuje da su nalozi uneseni zasebno i pojedinačno bez objedinjavanja s nalogima drugih klijenata ili iz vlastite aktivnosti trgovanja i provjeravati tu dokumentaciju putem funkcije za praćenje usklađenosti ili druge funkcije unutarnje kontrole.

## 2.8. Revizija i usklađenost

Pružatelj likvidnosti jamči da posjeduje resurse za usklađenost i reviziju kako bi u svakom trenutku pratio i osigurao usklađenost s primjenjivim zakonodavnim okvirom i uvjetima iz ovog ugovora.

## 2.9. Transparentnost

Pružatelj likvidnosti obvezuje se dostaviti izdavatelju sve potrebne informacije kako bi izdavatelj mogao izvršavati svoje obveze transparentnosti prema javnosti i prema [nacionalno nadležno tijelo].

## 3. OBVEZE IZDAVATELJA

### 3.1. Neovisnost pružatelja likvidnosti

Izdavatelj ne smije ni na koji način utjecati na pružatelja likvidnosti u pogledu izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti.

### 3.2. Transparentnost

3.2.1. Izdavatelj pravovremeno dostavlja primjerak ovog ugovora relevantnom [nacionalno nadležno tijelo] na njegov zahtjev.

3.2.2. Izdavatelj se obvezuje na svojim internetskim stranicama objaviti i redovito ažurirati sve sljedeće informacije: [Informacije se objavljuju i na internetskim stranicama pružatelja likvidnosti i/ili internetskim stranicama tržišta ili na drugi način.]

- (a) prije početka primjene ovog ugovora:
  - i. identitet izdavatelja i pružatelja likvidnosti
  - ii. identifikacija dionica koje su predmet ovog ugovora

iii. datum početka i trajanje ovog ugovora te okolnosti ili uvjeti koji dovode do privremenog prekida, suspenzije ili raskida

iv. identifikacija tržišta na kojem će izvršiti obveze iz ovog ugovora i, gdje je to primjenjivo, navođenje mogućnosti izvršenja transakcija u skladu s točkom 2.6.2. ovog ugovora

v. sredstva u gotovini i dionicama položena za ovaj ugovor na račun likvidnosti

(b) tijekom izvršenja ovog ugovora:

i. jednom svakih šest mjeseci, podaci agregirani po danu aktivnosti trgovanja provedenih na temelju ovog ugovora, uključujući:

- broj izvršenih transakcija
- volumen trgovanja
- prosječna veličina transakcija i raspona cijena
- cijene izvršenih transakcija

ii. svaka promjena prethodno objavljenih informacija o ugovoru o pružanju likvidnosti, promjene u iznosu gotovine i broju dionica koje dodjeljuje izdavatelj;

(c) nakon prestanka primjene ovog ugovora:

- i. činjenica da je prestalo izvršenje ovog ugovora
- ii. opis načina na koji je ugovor izvršen
- iii. razlozi prestanka ugovora
- iv. ako ugovor istječe, informacije o njegovu isteku.

### **3.3. Ograničenja sredstava dodijeljenih za izvršenje ugovora**

Izdavatelj na račun likvidnosti polaže sredstva u gotovini ili dionicama razmjerno i primjereno cilju povećanja likvidnosti. Ta sredstva iznose [XXX u gotovini i XXX u dionicama].

Izdavatelj osigurava da dodijeljena sredstva ne premašuju sljedeće pragove:

- a) za visokolikvidne dionice (1) više od 100 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja, s gornjom granicom od 50 milijuna EUR

- b) za likvidne dionice (2) više od 200 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja, s gornjom granicom od 20 milijuna EUR
- c) za nelikvidne dionice (3) više od 500 % prosječnog dnevnog volumena transakcija na mjestu trgovanja u prethodnih trideset dana trgovanja, s gornjom granicom od 1 milijun EUR.

### **3.4. Naknada pružatelju likvidnosti**

Izdavatelj se obvezuje pružatelju likvidnosti isplatiti naknadu za usluge pružene u okviru ovog ugovora od *[navesti iznos]* i *[navesti postotak]* *[navesti naknadu, kriterij za određivanje varijabilne naknade, koja ne smije biti veća od 30 % ukupne naknade, te honorare i dinamiku isplate]*.

## **4. PRIVREMENA SUSPENZIJA ILI OGRANIČENJE OVOG UGOVORA**

4.1. *[okolnosti ili uvjeti u kojima može doći do privremene suspenzije ili ograničenja ugovora]*

## **5. DRUGI UGOVORNI UVJETI**

5.1. *[Ugovorne strane mogu uvrstiti dodatne klauzule u predložak ugovora kako bi odrazile specifičnosti pojedinog predmeta, u skladu s ugovornom slobodom strana (npr. pravo mjerodavno za ugovor, povjerljivost, trajanje, raskid, obnova, nadležnost i sve druge dodatne odredbe kako bi se uzele u obzir posebnosti predmetnog slučaja)]*

## **6. DOSTAVA NACRTA UGOVORA**

Izdavatelj dostavlja nacrt ovog ugovora *[tržišnom operateru]* koji pristaje na uvjete iz nacrtu ugovora. Izdavatelj potvrđuje da su uvjeti iz ovog ugovora identični onima iz nacrtu ugovora na koje je *[tržišni operater]* pristao.

Ovaj je ugovor sklopljen *[dan]* *[mjesec]* i *[godina]*.

Za izdavatelja

*[ime i prezime, funkcija]*

*[potpis]*

Za pružatelja likvidnosti

*[ime i prezime, funkcija]*

*[potpis]*

## POPIS KRATICA

1. *Hanfa* – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
2. *ESMA* – Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, osnovano Uredbom (EU) broj 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010.
3. *ZTK* – Zakon o tržištu kapitala (Narodne novine broj 65/18, 17/20, 83/2021, 151/22 i 85/24)
4. *MiFID II* – Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištima financijskih instrumenata
5. *MiFIR* – Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o tržištima financijskih instrumenata
6. *MAR* – Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o zlouporabi tržišta
7. *Uredba (EU) 2017/567* – Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/567 od 18. svibnja 2016. o dopuni Uredbe (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu definicija, transparentnosti, kompresije portfelja te nadzornih mjera za intervenciju u području proizvoda i pozicija
8. *Uredba (EU) 2017/578* – Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/578 od 13. lipnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištu financijskih instrumenata u pogledu regulatornih tehničkih standarda o utvrđivanju zahtjeva za ugovore o održavanju tržišta i sustave održavanja tržišta
9. *Uredba (EU) 2016/908* – Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/908 od 26. veljače 2016. o dopuni Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu utvrđivanja regulatornih tehničkih standarda o kriterijima, postupcima i zahtjevima za uspostavu prihvaćene tržišne prakse i zahtjevima za njezino zadržavanje, ukidanje ili izmjenu uvjeta za njezino prihvaćanje
10. *Uredba (EU) 2022/1959* – Delegirana uredba Komisije (EU) 2022/1959 od 13. srpnja 2022. o dopuni Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se utvrđuje predložak ugovora o pružanju likvidnosti za dionice izdavatelja financijskih instrumenata uvrštenih za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova
11. *ZSE* – Zagrebačka burza d.d., Zagreb
12. *AMP* – prihvaćena tržišna praksa (engl. *accepted market practice*) u smislu MAR-a
13. *ADT* – prosječni dnevni promet (engl. *average daily turnover*)
14. *Održavatelj tržišta* – osoba koja neprekidno djeluje na financijskim tržištima spremna trgovati za vlastiti račun tako da kupuje i prodaje financijske instrumente uz korištenje vlastitog kapitala po cijenama koje ona utvrđuje

15. LIS - nalog/ponuda koji prelaze uobičajenu veličinu tržišta (engl. *large in scale*)

The logo for HANFA features the word "HANFA" in a bold, white, sans-serif font. Above the text is a thin, red, curved line that arches over the letters, resembling a stylized horizon or a protective shield.

**HANFA**