



**REPUBLIKA HRVATSKA**  
HRVATSKA AGENCIJA ZA NADZOR  
FINANCIJSKIH USLUGA

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje: **Hanfa**) zaprimila je upit o primjeni odredbi Zakona o tržištu kapitala (NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/2 i 85/24 dalje: ZTK) te Zakona o trgovačkim društvima ( NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23 i 130/23, dalje: ZTD) na program otkupa vlastitih dionica dioničkog društva (izdavatelja vrijednosnih papira) koje je uvršteno na uređeno tržište Zagrebačke burze d.d.

U bitnome, u upitu se postavlja pitanje postoji li ograničenje ili bilo kakva regulatorna zapreka da izdavatelj vrijednosnih papira istovremeno usvoji dva programa otkupa vlastitih dionica koji bi se provodili istovremeno za čije bi izvršenje bila zadužena različita regulirana investicijska društava (jedan izvršitelj bi bio angažiran za upravljanje jednim programom otkupa, a drugi izvršitelj bi bio angažiran za upravljanje drugim programom otkupa). U ovom slučaju izdavatelj ne namjerava koristiti izuzeće za programe otkupa i stabilizaciju propisano člankom 5. Uredbe (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 ( dalje: Uredba MAR).

S obzirom na to da predmetni upit upućuje na nužnost poticanja, organiziranja i nadgledanja mjera za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta u smislu ujednačavanja postupanja subjekata nadzora iz članka 2. točke 2. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (Narodne novine br. 140/05 i 12/12) postupa se kako slijedi.

Na temelju odredbe članka 15. točke 4. Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga Hanfa je na sjednici Upravnog vijeća održanoj 23.rujna 2024. donijela

### **SLUŽBENO STAJALIŠTE**

Člankom 233. stavkom 1. ZTD propisano je da društvo (u ovom slučaju izdavatelj) može stjecati vlastite dionice na temelju ovlasti glavne skupštine za njihovo stjecanje koja vrijedi najviše 5 godina i određuje uvjete pod kojima se one mogu stjecati, naročito najveći broj dionica koje ono treba steći, vrijeme za koje je dana ovlast za stjecanje dionica i, ako se dionice stječu naplatnim putem, najveću i najmanju vrijednost onoga što izdavatelj za to daje. Izdavatelj ne smije stjecati vlastite dionice da bi njima trgovalo. Pri svakom stjecanju dionica uprava, odnosno izvršni direktori izdavatelja moraju utvrditi da su za to ispunjeni uvjeti propisani ZTD-om.

Pri stjecanju dionica iz stavka 1. članka 233. i njihovu raspolaganju mora se primijeniti odredba članka 211. ZTD. Pri stjecanju i raspolaganju dionicama na odgovarajući se način primjenjuju odredbe članka 308. stavka 3. i 4. ZTD. Smatra se da je tako postupljeno ako se dionice stječu, odnosno ako se s njima raspolaže na organiziranom tržištu.



U skladu s odredbama članka 511. stavka 1. ZTK Hanfa je nadležno tijelo za provedbu Uredbe MAR. Između ostalog, odredbama članka 14. Uredbe MAR propisana je zabrana trgovanja na temelju povlaštenih informacija i nezakonitog objavljivanja povlaštenih informacija, a na temelju članka 15. Uredbe MAR nitko ne smije manipulirati niti pokušati manipulirati tržištem.

Delegirana uredba 2016/1052 detaljno propisuje zahtjeve i uvjete za otkup vlastitih dionica koje stjecatelj treba ispuniti kako bi se primijenilo izuzeće od zabrane zlouporabe tržišta i trgovanja vlastitim dionicama u okviru programa otkupa i trgovanja vrijednosnim papirima utvrđenih Uredbom MAR (konkretno člankom 5. Uredbe MAR). Stjecanje vlastitih dionica koje udovoljava zahtjevima i uvjetima Delegirane uredbe 2016/1052 predstavlja tzv. *safe harbour* u skladu s člankom 5. Uredbe MAR. Da bi se na program otkupa moglo primijeniti izuzeće predviđeno u stavku 1. članka 5. Uredbe MAR program otkupa, među ostalim, ima kao svoju svrhu ispunjenje obveza koje proizlaze iz programa nuđenja dionica zaposlenicima od strane poslodavca ili drugih dodjela dionica zaposlenicima ili članovima administrativnih, upravljačkih ili nadzornih tijela izdavatelja ili s njim povezanog društva, kako je navedeno u stavku 2. točki c) članaka 5. Uredbe MAR.

Odredbama članka 5. Uredbe MAR propisano je izuzeće od primjene odredbi članaka 14. i članka 15. Uredbe MAR u određenim slučajevima za programe otkupa i stabilizacije.

U slučaju trgovanja vlastitim dionicama u sklopu programa otkupa izvan korištenja pogodnosti iz odredbi članka 5. Uredbe MAR ne postoji obveza pridržavanja odredbi Delegirane uredbe 2016/1052. Drugim riječima izdavatelj koji ne namjerava trgovanje vlastitim dionicama provoditi u skladu s odredbama članka 5. Uredbe MAR, u skladu s odredbama Uredbe MAR, nije se dužan pridržavati okvira ograničenja volumena i ostalih ograničenja iz Delegirane uredbe 2016/1052., ali se bez iznimke dužan pridržavati svih obveza propisanih odredbama Uredbe MAR što uključuje, između ostalog i uspostavu mehanizama, aranžmana i protokola iz članka 9. stavka 1. Uredbe MAR kojim će se osigurati *legitimnost ponašanja* prilikom aktivnosti otkupa vlastitih dionica od strane izdavatelja kao i obveza iz članka 11. Uredbe MAR-a koje se odnose na istraživanje tržišta.

Hanfa skreće pozornost na činjenicu da kada izdavatelj ne namjerava koristiti iznimku iz članka 5. Uredbe MAR-a uz koju iznimku se primjenjuje i Delegirana uredba 2016/1052 koja primjerice daje mogućnost da se angažira investicijsko društvo koje samostalno i neovisno od izdavatelja odlučuje o vremenu kupnje vlastitih dionica (članak 4. stavak 2. točka b) Delegirane uredbe 2016/1052), već će izdavatelj kao i svako dioničko društvo provoditi otkup isključivo na temelju odredbi ZTD-a, potrebno je istaknuti da je takav izdavatelj obvezan voditi računa da svojom aktivnosti otkupa vlastitih dionica ne povrijedi odredbe članka 14. Uredbe MAR (zabrana trgovanja temeljem povlaštenih informacija) te članka 15. Uredbe MAR (zabrana manipulacije), sve s obzirom što se u tom slučaju izdavatelj koji otkupljuje vlastite dionice može okarakterizirati kao i bilo koji drugi ulagatelj na uređenom tržištu (koji mora voditi računa o zabranama manipulacije i trgovanja temeljem povlaštenih informacija) uz dodatnu razliku što izdavatelj kao ulagatelj raspolaže povlaštenim informacijama vezanim uz samog izdavatelja, odlučuje o njihovoj objavi, njihovoj odgodi objave i dr. Upravo zbog specifičnosti situacije samog izdavatelja koji se prilikom otkupa vlastitih dionica koji se provodi izvan tzv. *safe harboura* po članku 5. Uredbe MAR-a tretira kao i bilo koji drugi ulagatelj na tržištu posebnu pozornost je potrebno posvetiti zaštiti od trgovanja temeljem povlaštenih informacija. U tom smislu i Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) u svojim Pitanjima i odgovorima (Q&A) od 12. studenog 2018, dio 7. (pitanje q7.10/odgovor a7.10) u vezi transakcija rukovoditelja koji se djelomično odnosi i na otkup vlastitih dionica od izdavatelja<sup>1</sup>, a prema kojem izdavatelj prilikom otkupa vlastitih dionica mora imati

---

<sup>1</sup>[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111\\_qa\\_on\\_mar.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf)

uspostavljene sve mjere, aranžmane i mehanizme kojim bi se aktivnost otkupa vlastitih dionica mogla klasificirati kao legitimno ponašanje u skladu sa člankom 9. stavkom 1. Uredbe MAR. Navedene mjere, aranžmani i mehanizmi koje je potrebno uspostaviti mogu biti tzv. *kineski zidovi* kojima se osigurava da osobe koje ispred izdavatelja zadaju naloge za kupnju vlastitih dionica (npr. osobe iz riznice izdavatelja) brokerima nemaju u posjedu povlaštenu informaciju vezanu uz izdavatelja odnosno uspostavu bilo kakvih drugih internih procedura kojima će se izbjeći da se zadavanje naloga za kupnju vlastitih dionica može okarakterizirati kao trgovanje temeljem povlaštenih informacija. Također, izdavatelj mora voditi računa i o samom vremenu izvršenja naloga te uobičajenom obrascu ponašanja prilikom zadavanja naloga, primjerice duže vrijeme izvršenja naloga za brokere daje im veću slobodu i neovisnost prilikom izlaganja naloga na uređeno tržište i odluke o trenutku kupnje dionica, samim time ostavlja manju mogućnost izdavatelju da utječe na trenutak kupovine dionica u kontekstu objave eventualne povlaštene informacije koja može uslijediti. Dodatno, i uobičajeni obrazac zadavanja naloga, primjerice, kontinuirano zadavanje naloga za kupnju koje nema značajnijih odstupanja koje se mogu povezati uz trenutak objave određene povlaštene informacije isto može biti jedan od mehanizama izdavatelja kojima se štiti od sumnje na trgovanje temeljem povlaštenih informacija.

Dodatno, s obzirom na činjenicu da bi dva investicijska društva/brokera istovremeno kupovala izdavateljeve vlastite dionice na uređenom tržištu, potrebno je voditi računa i o tome da se takvim otkupom ne utječe značajnije na cijenu dionica izdavatelja odnosno da aktivnost samog izdavatelja kod otkupa vlastitih dionica ne dovede do značajnijih amplituda u cijeni dionice. O ovome naravno prvenstveno trebaju voditi računa investicijska društva koja su angažirana na otkupu vlastitih dionica.

U pogledu angažmana brokera/investicijskih društava ističe se kako investicijske usluge i aktivnosti te pomoćne usluge propisane člankom 5. stavkom 1. i 2. ZTK u Republici Hrvatskoj mogu obavljati osobe navedene u članku 6. ZTK, a koje među ostalim uključuju i investicijska društva koja su za to dobila odobrenje u skladu sa ZTK.

Temeljem članka 48. ZTK Hanfa vodi registar svih osoba koje su prema odredbama ZTK ovlaštene obavljati investicijske usluge i aktivnosti na području Republike Hrvatske. Navedeni registar je javno dostupan i sadrži ažurirane podatke o ovlaštenim osobama i uslugama i aktivnostima koje te osobe obavljaju.

Investicijska društva dužna su pri pružanju investicijskih usluga poslovati pošteno, pravedno i profesionalno, u skladu s najboljim interesima klijenta. Temeljem članka 121. ZTK investicijsko društvo je dužno pri izvršavanju naloga poduzeti sve korake dovoljne za postizanje najpovoljnijeg ishoda za klijenta, i pritom uzeti u obzir sve kriterije iz članka 64. Delegirane uredbe (EU) br. 2017/565. Stavkom 2. istog članka propisano je da je obveza postizanja najpovoljnijeg ishoda za klijenta smatra se ispunjenom kada investicijsko društvo izvrši nalog prema izričitoj uputi klijenta koja se odnosi na nalog ili na posebno obilježje naloga.

Svaki ulagatelj na tržištu kapitala pristaje na sve potencijalne rizike ulaganja u financijske instrumente i odabira investicijskog društva i time preuzima osobnu odgovornost.

Nastavno na navedeno, **Hanfa ne vidi prepreke da izdavatelj vrijednosnih papira uz poštivanje svih obveza propisanih odredbama Uredbe MAR, što uključuje prije svega uspostavu aranžmana, mjera i protokola kojima se dokazuje legitimnost ponašanja u smislu članka 9. stavka 1. Uredbe MAR, a zatim i odredbe članka 11. Uredbe MAR koje se odnose na istraživanje tržišta istovremeno usvoji dva programa otkupa vlastitih dionica za čije bi izvršenje bila zadužena različita ovlaštena investicijska društva koja**

**bi postupala po izričitoj uputi izdavatelja, uz poštivanje pravila poslovnog ponašanja propisanih ZTK.**

Na kraju napominjemo da konačnu ocjenu usklađenosti konkretnog postupanja svakog izdavatelja u vezi s provođenjem programa otkupa vlastitih dionica HANFA može dati tek nakon provedenog nadzora, a imajući u vidu sve odredbe Uredbe MAR i ostalih relevantnih propisa.

Ovo službeno stajalište objavljuje se na internetskoj stranici Hanfe

KLASA: 008-02/21-03/01

URBROJ: 326-01-70-72-24-14

Zagreb, 23. rujna 2024.

**PREDSJEDNIK UPRAVNOG VIJEĆA**  
**dr. sc. Ante Žigman**