



„Uvođenje prihvaćene tržišne prakse (MAR AMP) na Zagrebačkoj burzi“

- završna verzija

listopad 2026.

SADRŽAJ

1. Uvodno	4
2. Prihvaćena tržišna praksa (Accepted Market practice) za pružatelje likvidnosti 7	
Što je pružatelj likvidnosti u kontekstu MAR AMP-a?	11
Kako trenutno izgleda likvidnost na ZSE?	14
Poticaji za sklapanje ugovora za pružanje likvidnosti	18
3. OPIS AMP-a KOJI BI SE PRIMIJENIO NA ZSE	22
<i>Svrha AMP-a</i>	22
<i>Predloženi datum uspostave AMP-a</i>	22
<i>Vrste osoba koje mogu obavljati AMP i koje mogu imati koristi od izvođenja AMP-a</i>	23
<i>Oblik ugovora</i>	23
<i>Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti</i>	24
<i>Uvjeti za provođenje transakcija u okviru ugovora o pružanju likvidnosti</i>	26
<i>Situacije koje dovode do obustave ugovora o pružanju likvidnosti</i>	28
<i>Transparentnost i javne objave</i>	29
<i>Razlozi zašto bi se praksa mogla smatrati manipulacijom tržišta (u slučaju da se ne uredi transparentno)</i>	30
Prilog I – Pregled i usporedba trenutno usvojenih AMP-ova u EU	32
Prilog II - Primjer predloška ugovora o pružanju likvidnosti	46
Prilog III - Primjer kalkulacija varijanti dnevnih limita trgovanja, odnosno limita koje izdavatelj alocira za izvršenje ugovora	55
Popis pokrata.....	55

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

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

1. UVODNO

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 od ciljeva navedenih u nacrtu¹ Akcijskog plana Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj (javno savjetovanje završilo dana 7. ožujka 2025.) je unaprjeđenje likvidnosti tržišta kapitala. Jedan od načina kako Hanfa može ostvariti ovaj cilj je prikupljanje informacija o tome postoji li tržišna potreba za primjenom trenutno 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/EZ² (dalje u tekstu: **MAR**). Napominje se kako je istraživanje ove 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 stanju kupiti ili prodati neki instrument, to je veća njihova spremnost za ulaganje. Da bi se postigla potrebna razina likvidnosti, pojedina tržišta Xetre (primjerice Bečka burza, Frankfurtska burza) propisuju dodatne zahtjeve u vezi s likvidnosti dionica, a da bi se s njima moglo trgovati na uređenom tržištu u režimu kontinuirane trgovine (ovo 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“ je da dionica ima bar jednog održavatelja tržišta/pružatelja likvidnosti³. Na Frankfurtskoj burzi koristi se režim dodijeljenog sponzora⁴ („*Designated sponsor*“), što je (obvezni) pružatelj likvidnosti za one dionice koje se nalaze ispod mjere likvidnosti koju određuje Xetra (XLM – Xetra

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

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

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

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

*Liquidity Measure*⁵). Dodijeljeni sponzori mogu biti svi članovi burze koji zadovoljavaju uvjete za održavatelje tržišta. Kriteriji koje Xetra primjenjuje za određivanje ovog praga likvidnosti su:

- ako je XLM (koji se računa temeljem podataka od zadnja četiri mjeseca) ispod ili jednak 100 baznih bodova (bp) i prosječni dnevni promet (za zadnja 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 bp ili je prosječni dnevni promet (za zadnja četiri mjeseca) manji od 2,5 milijuna EUR, dionice se svrstavaju u kategoriju B, te mora imati bar jednog dodijeljenog sponzora.

XLM u jednom pokazatelju kombinira tri dimenzije likvidnosti: širinu, dubinu i brzinu izvršenja – kroz utjecaj teoretske ponude na tržište (ovaj utjecaj se razmatra iz minute u minutu i konstantno se rekonstruira). Izračunata prosječna cijena uspoređuje se s teoretskom tržišnom cijenom (srednja vrijednost između najbolje ponude za kupnju i najbolje ponude za prodaju) – što je ova razlika veća, viša je vrijednost XLM, te je manja likvidnost dionice. XLM se izražava u bp (100bp = 1 %) i omogućuje standardiziranu usporedbu razine likvidnosti među dionicama. Veoma sličan pokazatelj likvidnosti koristi i Budimpeštanska burza – BLM⁶ (Budapest-Liquidity-Measure).

Na Xetra tržištima, kao i na drugim tržištima (primjerice Nasdaq Nordic i Nasdaq Baltic, Borsa Italiana) postoji niz istraživanja koja potvrđuju pozitivni 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*“⁷,
- „*Liquidity Provider Incentives in Fragmented Securities Markets*“⁸ (Xetra),
- „*Why do listed firms pay for market making in their own stock?*“⁹ (Oslo Stock Exchange),
- „*Do “thinly-traded” stocks benefit from specialist intervention?*“ (Borsa Italiana),

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

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

⁷ Hengelbrock, Jödis, 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>

⁸ 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>

⁹ 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 trenutno postoje tri održavatelja tržišta (Interkapital vrijednosni papiri d.o.o., Zagrebačka banka d.d., Raiffeisenbank Austria d.d.¹⁰) 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 ovu aktivnost na ZSE-u, kao i broj pokrivenih dionica još uvijek nije dovoljan kako bi materijalno utjecao na likvidnost na ZSE (što je vjerojatno vezano i za nižu razinu likvidnosti na ZSE-u, kao i smanjenu mogućnost ostvarenja dobiti iz ove aktivnosti).

Međutim, slični se efekti mogu postići korištenjem usluga pružatelja likvidnosti, a koji se reguliraju kroz **mehanizam prihvaćene tržišne prakse za pružatelje likvidnosti**. Ovakav 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-ova¹¹. Da bi se takav mehanizam primijenio na uređenom tržištu, potrebno je usvajanje prihvaćene tržišne prakse od strane Hanfe, sukladno članku 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 (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 praksama¹² 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 ovakve inicijative za podizanje razine likvidnosti na ZSE, te dobiti povratnu informaciju tržišta, pod uvjetom da takva rješenja ne utječu negativno na općenitu transparentnost trgovanja (koliko je isto moguće i proporcionalno, ovisno o stupnju likvidnosti instrumenta). Konzultacije se provode u obliku ovog dokumenta za raspravu, u svrhu dobivanja

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

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

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

što detaljnijih povratnih informacija od strane tržišnih sudionika, koje će Hanfa koristiti kao podlogu za donošenje daljnjih odluka vezano za potrebu izdavanja smjernica, preporuka ili uvođenja regulatorno dopuštenih izuzetaka.

Hanfa je 18. ožujka 2025. godine objavila na svojim internetskim stranicama dokument za raspravu pod nazivom „Uvođenje prihvaćene tržišne prakse (MAR AMP) na Zagrebačkoj burzi“. Savjetovanje sa zainteresiranom javnošću slijedom objave konzultacijskog dokumenta bilo je otvoreno za komentare do 30. svibnja 2025. godine. U navedenom razdoblju Hanfa je zaprimila komentare izdavatelja, investicijskih društava, burze, kreditnih institucija i ostale zainteresirane javnosti.

Nastavno na zaprimljene komentare, izrađena je završna verzija dokumenta „Uvođenje prihvaćene tržišne prakse (MAR AMP) na Zagrebačkoj burzi“ te se ovim putem isti objavljuje na internetskim stranicama Hanfe i dostavlja na komentare zainteresiranoj javnosti.

Rok za dostavu komentara

Komentari na završnu verziju dokumenta za raspravu o AMP-u će se zaprimati **do 20. listopada 2026.** na adresu elektroničke pošte capital.markets@hanfa.hr. Upućujemo vas 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 da:

- se držite teme koja je predmet pitanja, s tim da opcionalno dio možete dostaviti kao dodatne komentare (vezane za ovu temu) 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 predloženog rješenja;
- ako ih imate, 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)¹³ (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)¹⁴ (dalje u tekstu: **MIFID II**) kod definicije održavatelja tržišta

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

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

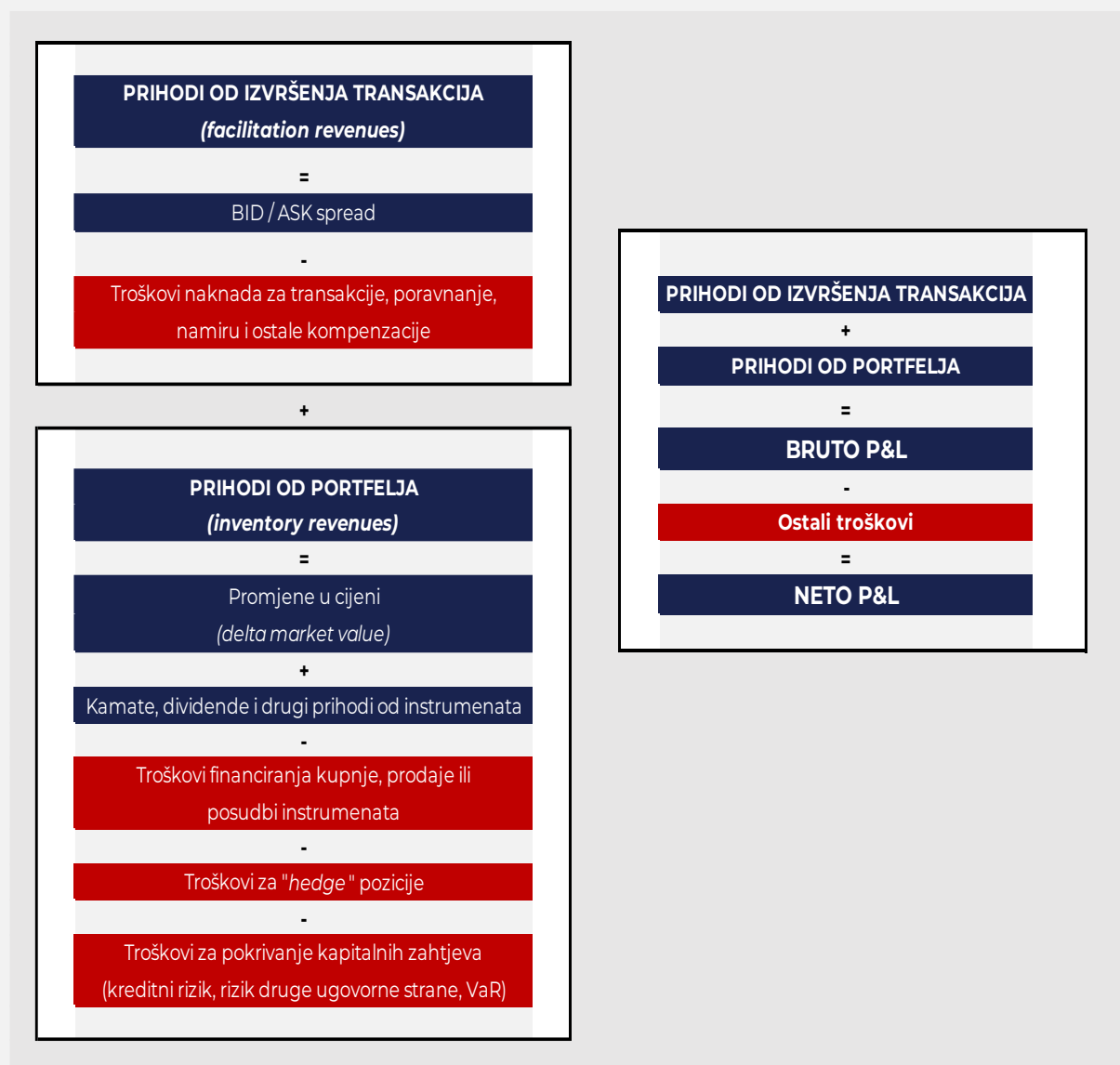
daje naglasak na to da održavatelj tržišta radi za vlastiti račun (ne za račun trećih osoba) te koristi vlastiti kapital, što podrazumijeva izloženost tržišnom riziku. Održavatelji tržišta na ZSE-u mogu istovremeno sklopiti ugovore o pružanju likvidnosti s izdavateljima, što za održavatelja tržišta iz MiFID-a može biti problematično, ovisno o tome kakvu konkretnu uslugu bi 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 trenutno nije moguće pružati likvidnost na drugi način osim kao održavatelj tržišta u smislu Pravila ZSE-a¹⁵ (što podrazumijeva trgovanje za vlastiti račun te ima utjecaj na kapitalne zahtjeve i održavanje pokazatelja likvidnosti).

Uobičajeni način povećanja likvidnosti dionice je 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 ovim 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 ih potiče da kotiraju (nude) cijene koje su što bliže tržišnoj cijeni. Ovaj poticaj čini manje vjerojatnom situaciju u kojoj bi održavatelj tržišta ili pružatelj likvidnosti tržištu slao lažne signale u vezi s cijenom (s obzirom na to da ovakvo 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 (isto se odnosi i na pružatelja likvidnosti koji radi za vlastiti račun).

Slika 1: Prikaz računa dobiti i gubitka održavatelja tržišta

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



Izvor: Hanfa

S obzirom na trenutni opseg aktivnosti održavatelja tržišta na ZSE-u, kao i na trenutnu 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 ovome 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 se koristi oko 300 izdavatelja. Ovaj AMP, ako se uredi na odgovarajući način, može pomoći likvidnosti malih tržišta. Primjerice, u Španjolskoj je ova praksa uvedena za dionice upravo zato jer je „klasično“ održavanje tržišta bilo neisplativo za financijske institucije. Pet nacionalnih tijela nadležnih za tržište kapitala su na svojim tržištima uveli ovakve 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 likvidnosti: raspon (*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 likvidnosti koristan za trgovanje nelikvidnom dionicom (usprkos manjem broju transakcija), dok je drugi ugovor o 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 8¹⁶ 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 njegovog 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 biti će primarno reguliran zakonom (podrazumijeva se da ugovor mora biti sklopljen, ali minimalni sadržaj ugovora je ograničen 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 njihovog 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

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

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 vezana uz klasifikaciju instrumenta kao likvidnog ili nelikvidnog u smislu MiFIR-a. U ovom smislu upućujemo na uvodne izjave 5. i 6. RTS-a 8¹⁷, 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). Ovo 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 razlika u odnosu na „klasičnog“ održavatelja tržišta je u tome što ovakvu aktivnost:

- inicira izdavatelj,
- izdavatelj određuje kada se s njom počinje i prestaje,
- 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 (ovo 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 ovakvim okolnostima, interes izdavatelja

¹⁷ (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.“

uistinu se može sukobiti s općim interesom tržišta, stoga je potrebno procijeniti do koje razine takav sukob može utjecati na tržište u cjelini, 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 sa 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, ovakvi ugovori:

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

Obveza reguliranja prihvaćenih tržišnih praksi je predviđena 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 – koja je usvojena od strane Hanfe – 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 obavješćavanje 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) koje Mišljenje se javno objavljuje na web stranicama ESMA-e. U Mišljenju ESMA može prigovoriti namjeravanom AMP-u u slučaju da smatra kako isti 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) 2016/908¹⁸ o dopuni MAR-a 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 (dalje: 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;

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

- 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 sprečavanje 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.

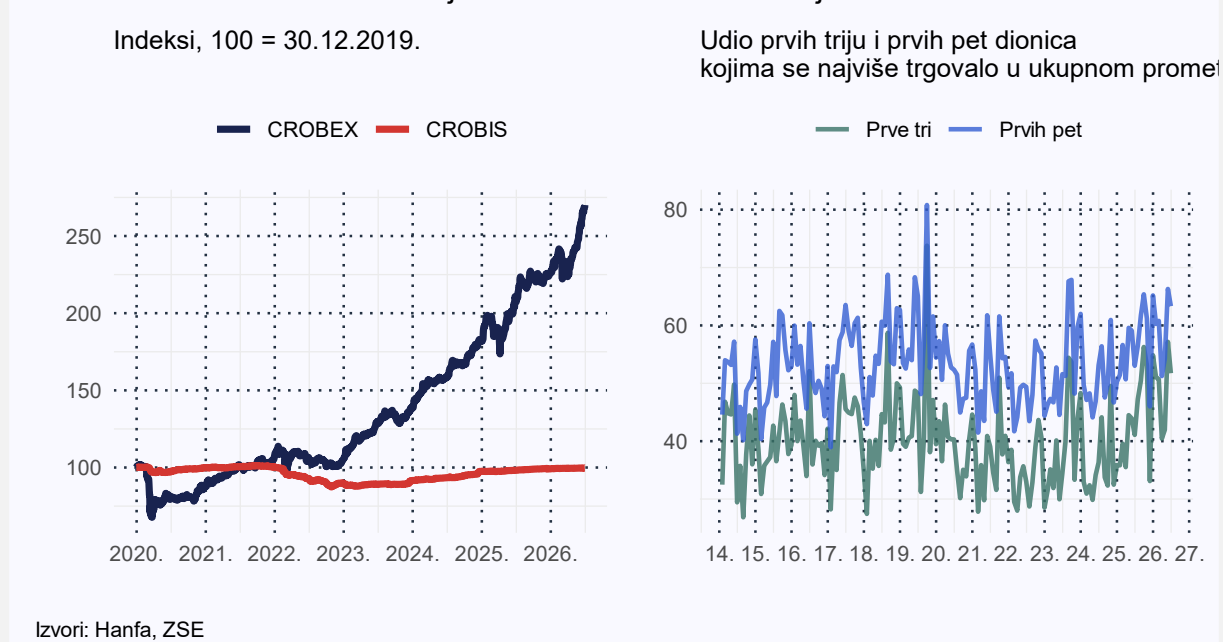
Namjera uvođenja ovakvog AMP-a **nije** zamjena održavatelja tržišta kako su određeni MiFID-om II i Pravilima ZSE-e, već omogućavanje pružanja još jedne, paralelne usluge za investicijska društva i kreditne institucije te uvođenje dodatne koristi za izdavatelje na ZSE-u (**u obliku povećanja likvidnosti**)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

Kako trenutno izgleda likvidnost na ZSE?

Iako recentna kretanja upućuju na veću aktivnost na domaćem tržištu, fokus investitora i dalje je na nekolicini likvidnijih dioničkih izdanja s visokom tržišnom kapitalizacijom, što se ističe se kao strukturna ranjivost domaćeg tržišta kapitala. (slika 2.). Tijekom 2025. zabilježen je izraženiji rast koncentracije trgovanja u odnosu na 2024., pri čemu je prvih pet dionica kojima se najviše trgovalo u prosjeku zauzimalo oko 57 % ukupnog prometa, dok su prve tri činile oko 44 % redovnog prometa dionicama. Dodatna je potpora visokoj koncentraciji

trgovanja i nastavak trenda pada broja uvrštenih dionica,¹⁹ čime se smanjuje atraktivnost domaćeg tržišta kapitala i širine ponude za male ulagatelje.²⁰

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, razinu asimetričnosti tržišnih informacija, inventarne troškove pružatelja tržišne likvidnosti (engl. *market makers*), ali i potencijalnu oligopolističku strukturu tržišta.
- **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.

¹⁹ Osim tri nova uvrštenja, tijekom 2025. zabilježena su četiri izvrštenja, pri čemu je broj ukupnih uvrštenih dionica snižen na 77.

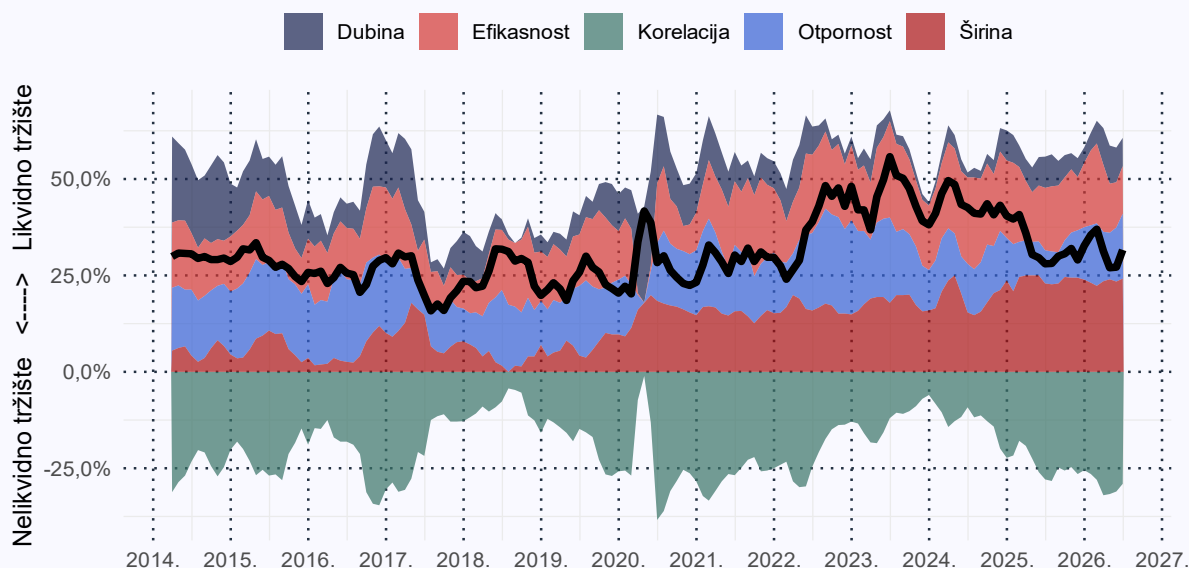
²⁰ Izvor: Hanfa, *Financijska stabilnost br. 5*

- **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 cijene 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. godine. Likvidnosni uvjeti na domaćem tržištu blago su se pogoršali i tijekom 2025., pri čemu je likvidnost prosječne dionice smanjena unatoč značajnom povećanju tržišne aktivnosti, koja je dominantno bila usmjerena prema nekolicini najlikvidnijih izdanja. Navedeno se odrazilo i na kretanje TILDA-e, koja je tijekom 2025. zabilježila pogoršanje likvidnosti. U odnosu na 2024., najveće smanjenje zabilježeno je u komponentama dubine i efikasnosti tržišta.²¹ (slika 3).

Slika 3. Unatoč pozitivnoj izvedbi domaćeg tržišta, likvidnosni uvjeti bilježe pogoršanje

Tržišni indeks likvidnosti dionica (TILDA), u %



Napomena: Vrijednost prikazanog TILDA indikatora od 100 % označava potpuno likvidno tržište, dok vrijednost od 0 % označava potpuno nelikvidno tržište.

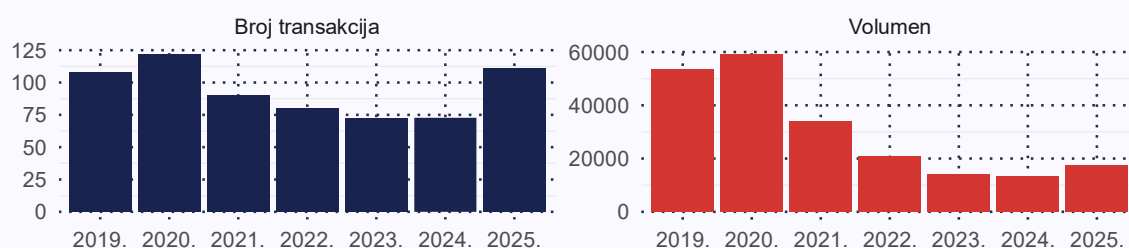
Izvor: Hanfa

²¹ Više o strukturi indeksa tržišne likvidnosti i metodologiji izračuna nalazi se u [Okviru 1. Mjerenje likvidnosti tržišta kapitala](#) u publikaciji Makroprudencijalni skener rizika 6.

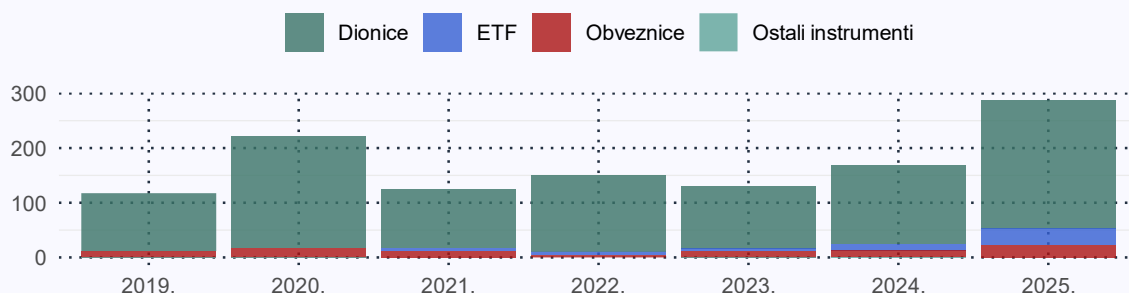
Protekle 2025. obilježio je rekordan iznos redovnog prometa od 606 mil. EUR, što je porast od gotovo 71 % na godišnjoj razini, od čega čak 86,1 % čini promet dionicama. On je potaknut i trima novim uvrštenjima, koja su, pored institucionalnih, privukla interes i malih ulagatelja²². Tako je broj transakcija dionicama u 2025. rastao za 52,6 %, a njihov volumen za 32,0 %. Snažan rast prometa od 84,6 % tijekom 2025. zabilježili su i ETF-ovi, koji su čak i nadmašili redovan promet obveznicama. Kretanja na domaćoj burzi tijekom 2025. obilježili su rekordni iznosi redovnog prometa i nova uvrštenja, no ranjivosti poput visoke koncentracije trgovanja i nedostatka likvidnosti i dalje su prisutne.

Slika 4. Kretanja na domaćoj burzi tijekom 2025. obilježili su rekordni iznosi redovnog prometa i nova uvrštenja

Broj transakcija i volumen trgovanja dionicama, u tisućama



Redovan promet na ZSE-u, u mil. EUR



Izvor: ZSE

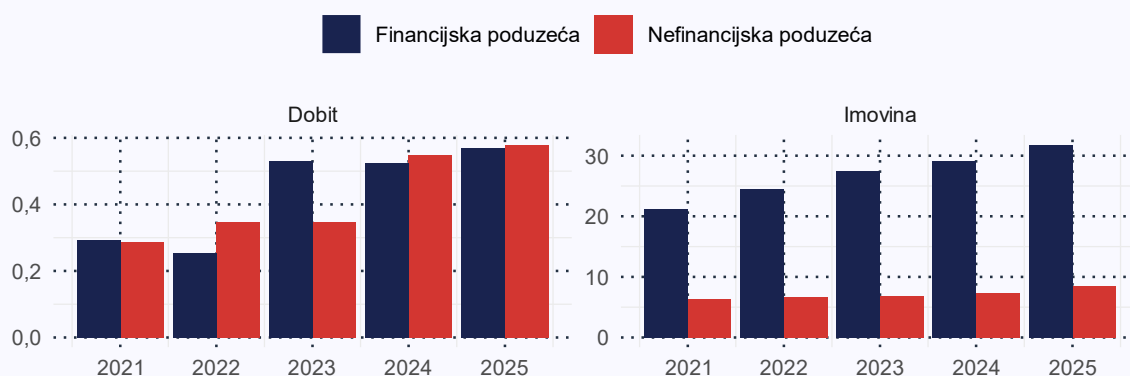
Pozitivna kretanja na domaćem dioničkom tržištu nastavljena su i tijekom 2025., uz godišnji rast CROBEX-a za gotovo 21 %. Rast korporativnih zarada i fokus ulagatelja na pojedine sastavnice potaknuli su rast indeksa, dok je obveznički indeks CROBIS zabilježio neznatan pad od 0,9 % na godišnjoj razini, odražavajući blagi rast prinosa na dugoročne državne obveznice povezan s rastućim fiskalnim pritiscima zemalja europodručja koji su povisili nerizičnu stopu, a posljedično i prinose na državne obveznice RH.

²² Tijekom 2025. na ZSE su uvršteni građevinska kompanija Ing-Grad (IG) u ožujku, poljoprivredno-prehrambeni koncern Žito Grupa (ZITO) u srpnju, te kompanija za automobilske dijelove Tokić (TOK) u studenome. Ukupni prikupljeni iznos iznosio je oko 214 mil. EUR, pri čemu je sudjelovao 8281 mali ulagatelj.

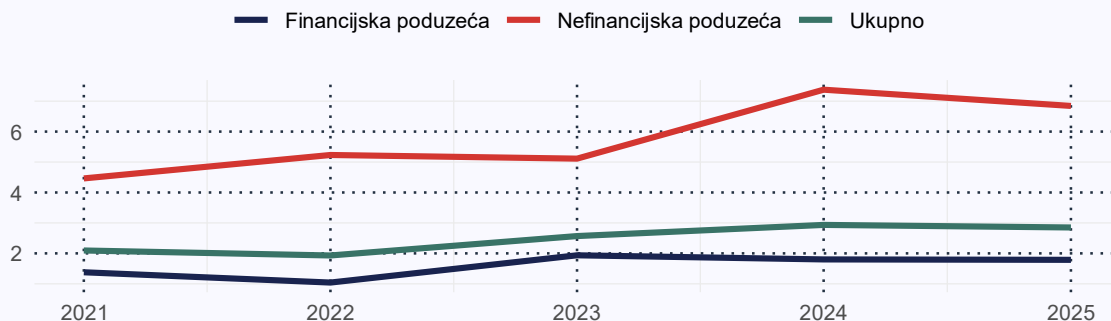
Profitabilnost sastavnica CROBEX-a u 2025. zadržala se na razini prethodne godine, pri čemu je ukupni povrat na imovinu (ROA) iznosio 2,9 %. Pritom je ROA nefinancijskog sektora smanjen sa 7,4 % na 6,8 %, dok se profitabilnost banaka zadržala na približno jednakoj razini. Unatoč smanjenju profitabilnosti nefinancijskog sektora, ukupna profitabilnost sastavnica CROBEX-a ostala je nepromijenjena u odnosu na 2024., uz istodobni rast dobiti i nefinancijskih poduzeća i banaka.

Slika 5. Predvođene visokim zaradama, sastavnice CROBEX-a poboljšale su svoju profitabilnost

Dobit i imovina izdavatelja, u milijardama EUR



Povrat na imovinu izdavatelja, u %



Izvor: FINA

Poticaji za sklapanje ugovora za pružanje likvidnosti

Kao što smo prethodno naveli, pružatelji likvidnosti su se pojavili 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 je da se likvidnost poboljšava, te da je poboljšanje likvidnosti posebno izraženo za male nelikvidne dionice²³.

Johannes Atle Skjeltorp i Bernt Arne Ødegaard su u radu „*Why do listed firms pay for market making in their own stock?*“ (temeljem podataka sa norveške Oslo burze - 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. godine, po uzoru na Stockholmsku burzu. Od tada je oko stotinjak izdavatelja angažiralo pružatelje likvidnosti. Slično kao i na drugim tržištima, citirano istraživanje je pokazalo da se likvidnost dionica izdavatelja poboljšava nakon angažiranja pružatelja likvidnosti. Također 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 pogled se 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 primjer je 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, za očekivati je da će oni izdavatelji za koje je vjerojatnije da će u budućnosti financiranje tražiti na tržištu kapitala ili provoditi programe otkupa vlastitih dionica, također i 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 se trenutno ne koristi u Hrvatskoj (ili se koristilo veoma ograničeno), a što pridonosi nedostatku likvidnosti na tržištu dionica.

Primjeri iz drugih država članica

- **Portugal:** U Portugalu su pružatelji likvidnosti/održavatelji tržišta oslobođeni od 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

²³ 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>

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 trgovanih dionica. To stvara financijski poticaj za pružatelje 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 program je potaknuo izdavatelje da sudjeluju na tržištu i doveo do povećanja likvidnosti ovih vrijednosnih papira.
- **Pet DČ je uspostavilo 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 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.

Trenutno se na razini Republike Hrvatske usvaja i Akcijski plan **Strateškog okvira za razvoj tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj** (dalje u tekstu: Strateški okvir). Jedan od ključnih ciljeva Strateškog okvira je podizanje razine likvidnosti na ZSE, kao i povećanje broja IPO-ova. U sklopu takvog strateškog okvira će se razmatrati razne mjere koje se mogu primijeniti. Jedna od mjera u nacrtu Strateškog okvira je i osnivanje IPO fonda koji bi ulagao u tvrtke koje bi prikupljale kapital na ZSE (točka 3.2.5. - Uspostava preduvjeta za osnivanje IPO fonda). Primjerice, IPO fond za MSP-ove je uspješno pokrenut u Češkoj koristeći EU sredstva. 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 je iznosio 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 se može 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 način bi **trošak ugovora o pružanju likvidnosti bio ukalkuliran 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 koje će biti posebno raspravljano unutar aktivnosti vezanih za tu točku Akcijskog plana/Strateškog okvira.

Programi pružanja likvidnosti bi se mogli 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 ovakvih 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 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.

3. OPIS AMP-A KOJI BI SE PRIMIJENIO NA ZSE

Svrha AMP-a

Svrha ugovora o pružanju likvidnosti je 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 111/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 111/2012, 125/2011, 68/2013, 110/2015, 40/2019, 34/2022, 114/2022, 18/2023, 130/2023, 136/2024, dalje: 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 s vlastitim dionicama s ciljem zarade. Pružatelj likvidnosti (kojeg društvo angažira) je uvijek de facto i na kupovnoj i prodajnoj strani, ne s ciljem zarade na razlici u cijeni, već s ciljem da pospješi 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.

Izmjenama ZTD-a čije predviđeno stupanje na snagu je do kraja 2026. godine, u navedenu odredbu članka 233. stavka 1. ZTD-a ugradit će se izuzetak za slučaj kad izdavatelji koriste pružatelje likvidnosti u sklopu nacionalnog AMP-a.

Predloženi datum uspostave AMP-a

Hanfa će uspostaviti AMP-a kad 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 2027. godini.

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

Ugovor o pružanju likvidnosti s izdavateljem sklapa financijski posrednik koji je 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 ili se njima trguje na Progress tržištu, pod uvjetom da je izdavatelj zatražio uvrštenje svojih dionica u trgovanje na uređenom tržištu ZSE-a ili odobrio trgovanje svojim dionicama na Progress tržištu može sklopiti ugovor o pružanju likvidnosti i imati koristi od izvršenja prihvaćene tržišne prakse.

Pružatelj likvidnosti mora:

- izvršavati ugovor o pružanju likvidnosti na uređenom tržištu ZSE;
- 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 nalogima 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. Financijski posrednik je dužan svakodnevno izvještavati izdavatelja o svim izvršenim aktivnostima te o stanju računa vrijednosnih papira i računa novčanih sredstava.

Sukladno načelu isključivosti, dopušten je samo jedan aktivan ugovor o pružanju likvidnosti po kategoriji dionica i po pružatelju likvidnosti. Novi ugovor ne može se sklopiti s istim ili drugim pružateljem likvidnosti dok prethodni ugovor nije raskinut.

Oblik ugovora

Ugovor o pružanju likvidnosti između izdavatelja i pružatelja likvidnosti mora biti sklopljen u pisanom obliku. Izdavatelj je dužan dostaviti kopiju ugovora Hanfi **10 radnih dana prije namjeravanog početka** njegove primjene na tržištu. Hanfa je

ovlaštena i od izdavatelja i od pružatelja likvidnosti zatražiti sve dodatne informacije potrebne za nadzor izvršavanja predmetnog ugovora o pružanju likvidnosti.

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;
- opis obveza ugovornih strana;
- očekivani datum početka trgovanja i rok za izvršavanje transakcija;
- količinu vrijednosnih papira i iznos novčanih sredstava koje je izdavatelj dodijelio za izvršenje ugovora, kao i maksimalne i minimalne limite (ako su primjenjivi) na tržištu, dnevno i kumulativno do kraja trajanja ugovora;
- račun vrijednosnih papira i račun novčanih sredstava koje je izdavatelj otvorio za izvršavanje 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 (određenu u fiksnom, varijabilnom iznosu ili kombinaciji ta dva iznosa).

Naknada pružatelja likvidnosti određuje se kao fiksni iznos, varijabilni iznos ili kao kombinacija fiksnog i varijabilnog iznosa, s tim da način određivanja naknade, a posebno 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 koje bi mogle uzrokovati obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene.

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 % (odnosno 300%, 400% ili 500%, ovisno o povratnoj informaciji tržišnih sudionika, obzirom na izračune u Prilogu III) 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 ili 1 % tržišne kapitalizacije izdavatelja.

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 dvostruku vrijednost gore propisanih pragova, osiguravajući proporcionalnu i kontroliranu upotrebu predmetnog odstupanja.

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

Hanfa je na osnovu trgovinskih statistika Zagrebačke burze za 2025. izvršila probni izračun sredstava koje izdavatelj dodjeljuje investicijskom društvu za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti. Alokacija je kalkulirana u skladu s 200 % vrijednosti prosječnog dnevnog prometa za dionice sastavnice CROBEX-a, odnosno prema 1 % tržišne kapitalizacije za sve ostale dionice. Prikazan je i stupac dvostrukih vrijednosti tijekom dvogodišnjeg prijelaznog razdoblja. Za sve dionice izračunate su i varijante alokacije za vrijednosti 100 %, 300 %, 400 % i 500 % prosječnog dnevnog volumena koje se odnose na dionice sastavnice indeksa. Izračuni navedenih limita prikazani su u tablici u Prilogu III.

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 je u svakom 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:

- 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 % (ili 25% odnosno 35%, ovisno o povratnoj informaciji tržišnih sudionika obzirom na izračune u Prilogu III) 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 financijski posrednici zbog ograničenja volumena u slučajevima b) i c) ne mogu učinkovito pružiti likvidnost, mogu primijeniti jedinstveni prag od maksimalno 30.000,00 eura po trgovinskom danu.

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

Hanfa je na osnovu trgovinskih statistika Zagrebačke burze za 2025. izvršila probni izračun dnevnih limita trgovanja, i to vrijednosti 15 % prosječnog dnevnog volumena za sastavnice indeksa, odnosno vrijednosti 25 % prosječnog dnevnog volumena za sve ostale dionice. Napravljena je i kalkulacija za 5 % i 35 % vrijednosti prosječnog dnevnog volumena trgovanja. Izračuni navedenih limita prikazani su u tablici u Prilogu III.

Prosjeci dnevnog prometa i trgovanih dionica (iz Priloga III) izračunati su temeljem stvarnih trgovinskih podataka za cijelu 2025. godinu, dakle na uzorku 249 radnih dana. U praksi isti će se za potrebe izračuna limita trgovanja i veličine likvidnosnih ugovora računati na temelju zadnjih 30 trgovinskih odnosno zadnjih 30 kalendarskih dana

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 god je 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 god je vrijednost niža.

Kada se transakcija odnosi na nelikvidnu dionicu, dopušteno je da pružatelj likvidnosti da ponudu koja smanjuje raspon cijene (*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 raspon se općenito brzo ispravlja jer sudionici na tržištu brzo izlažu ponude koji 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 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 porfteljni klijenti).

4. Trgovanje tijekom dražbi

Izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti tijekom dražbi je dozvoljeno, 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. Prijelazno razdoblje

U razdoblju od dvije godine od datuma primjene AMP-a pružatelj likvidnosti može odstupati od odredbi 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 dvostruku vrijednost propisanih pragova za ograničenje volumena i 150% propisanog praga za ograničenje cijena.

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 isti 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 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 sa 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 sljedeće informacije.

Prije izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti:

- identitet izdavatelja i financijskog posrednika koji će provoditi sklopljeni ugovor o pružanju likvidnosti;
- mjesto trgovanja i dionice na koji se predmetni ugovor odnosi;
- iznos novčanih sredstava i broj dionica stavljenih na raspolaganje financijskom posredniku;
- najveći broj dionica koje se mogu akumulirati u portfelju za vrijeme trajanja ugovora o pružanju likvidnosti;
- vremensko razdoblje tijekom kojeg će se prihvaćena tržišna praksa primjenjivati i sve situacije koje mogu dovesti do privremenog prekida, obustave ili potpunog prekida izvršavanja prihvaćene tržišne prakse;
- trajanje ugovora.

Svaka izmjena koja se odnosi na ove informacije mora biti javno objavljena što je prije moguće, a osobito:

- promjene u iznosu raspoloživih novčanih sredstava i dionica;
- promjene identiteta osoba koje provode prihvaćenu tržišnu praksu;
- promjene u raspodjeli novčanih sredstava ili dionica na računima izdavatelja te

- svaki prekid, obustavu ili raskid ugovora.

Dok se izvršava ugovor o pružanju likvidnosti kao prihvaćena tržišna praksa, izdavatelj mora svaka tri mjeseca, u roku od 15 dana nakon završetka kvartala javno objaviti:

- dnevne agregirane podatke s pojedinostima o transakcijama izvršenim u okviru ugovora o pružanju likvidnosti uključujući: datum transakcija, broj transakcija, broj kupljenih i prodanih dionica, iznos korištenih novčanih sredstava, cijene u transakcijama, prosječnu veličinu transakcija i prosječnu razliku kupovne i prodajne cijene (*bid-ask spread*);
- iznos novčanih sredstava i broj dionica raspoloživih na računima vrijednosnih papira i novčanih sredstava otvorenih radi izvršavanja ugovora o održavanju likvidnosti.

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 zašto 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 mogu dati obmanjujuće signale u pogledu ponude ili potražnje za dionicama na koje se odnosi ugovor;
- takve transakcije mogu dovesti do stvaranja ili održavanja 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 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 1: Slažete li se s uvjetima provođenja AMP-a koji su opisani?

Pitanje 2: U vezi s pragom u apsolutnom iznosu kod ograničenja volumena, smatrate li da je prag od 30.000 eura prikladan za naše tržište? Koji biste prag predložili i zašto? Obrazložite na temelju kvantitativnih podataka.

Pitanje 3: (Za kreditne institucije i investicijska društva) Biste li pružali uslugu pružatelja likvidnosti kako je opisana u AMP-u i pod kojim uvjetima?

Pitanje 4: U vezi s izračunima ograničenja sredstava koja će izdavatelj dodijeliti za izvršavanje ugovora o pružanju likvidnosti i izračune ograničenja volumena, koji biste izračun odabrali? Obrazložite zašto.

PRILOG I – PREGLED I USPOREDBA TRENUTNO USVOJENIH AMP-OVA U EU

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

MAR AMP – opis	CNMV - Španjolska ²⁴	AMF – Francuska ²⁵	CONSOB - Italija ²⁶	CMVM - Portugal ²⁷
Svrha i mjesto trgovanja na kojem se koristi	Svrha ugovora o pružanju likvidnosti je povećati likvidnost i redovno trgovanje dionicama koje su uvrštene na Španjolskim uređenim tržištima i Španjolskim MTPovima	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 za kolektivna ulaganja (CIUs) u nekretnine koji su odobreni za trgovanje na reguliranim tržištima ili multilateralnim trgovačkim platformama (MTFs) u Italiji.	Povećanje likvidnosti i redovno trgovanje dionicama na reguliranim tržištima ili MTP-ovima u Portugalu.
Datum uspostave	24.06.2016.	01.01.2019.	18.05.2020.	27.09.2017.

²⁴ ESMA mišljenje o CNMV AMP-u je dostupno ovdje: [2016-1663_-_on_intended_accepted_market_practice_on_liquidity_contracts_notified_by_the_cnmv.pdf](#)

²⁵ ESMA mišljenje o AMF AMP-u je dostupno ovdje: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-442_opinion_on_amf_amp_on_liquidity_contracts.pdf

²⁶ ESMA mišljenje o CONSOB AMP-u je dostupno ovdje: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-7850_consob_amp.pdf

²⁷ ESMA mišljenje o CMVM AMP-u je dostupno ovdje: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-171_opinion_on_cmvm_amp_on_liquidity_contracts.pdf

Vrste subjekata koji mogu obavljati AMP	Investicijsko društvo ili kreditna institucija-pružatelji 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.
Vrste subjekata koji mogu koristiti AMP	Svaki izdavatelj čije su dionice uvrštene na uređenom tržištu Španjolske 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.
Naknada pružatelju likvidnosti	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 neuredno funkcioniranje tržišta.	N/A	N/A
Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti	Maksimalni iznos novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koje izdavatelj dodijeli ugovoru o pružanju likvidnosti ne smiju prijeći za :	Maksimalni iznos novčanih sredstava i maksimalni broj dionica koji se mogu dodijeliti za izvršenje ugovora o likvidnosti	<u>Za likvidne financijske instrumente:</u> najviše do 200% prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom 30 dana prije početka aktivnosti i, u	<u>Za visoko likvidne dionice:</u> Maksimalni iznos novčanih sredstava ne smije premašiti 75% prosječnog dnevnog volumena trgovanja, s

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

	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 vezni uz dionice se određuju 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.	
Ograničenja u vezi s volumenom/prometom	<u>Za likvidne dionice</u> ne smije prelaziti 15 % prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana, <u>Za nelikvidne dionice</u> ne smije prelaziti 25 % prosječnog dnevnog prometa u prethodnih 30 trgovinskih dana.	Ograničenja u vezi s volumenom trgovanja prema ugovoru o 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	<u>Visoko likvidne dionice:</u> volumen transakcija ne smije premašiti 5% prosječnog dnevnog volumena na tržištu u prethodnih 20 trgovinskih sesija. <u>Likvidne dionice:</u> volumen transakcija ne smije prelaziti 15% prosječnog dnevnog volumena na

		Kada se taj prag premaši, volumen trgovanja ne smije prelaziti sljedeće postotke: <u>Visoko likvidne dionice:</u> Ograničenje: Ne smije prelaziti 5% prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana. Likvidne dionice: Ograničenje: Ne smije prelaziti 15% prosječnog dnevnog prometa na tržištu tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana. Nelikvidne dionice: Ograničenje: Ne smije prelaziti 25% prosječnog dnevnog prometa na tržištu	instrumenata koji su se trgovali na istom tržištu u prethodnih 20 trgovačkih dana. <u>Za likvidne</u> 15%.	tržištu u prethodnih 20 trgovinskih sesija. <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 €. Ova ograničenja se izračunavaju kumulativno, što znači da se sve transakcije izvršene prema ugovoru o likvidnosti (kupnje i prodaje) zbrajaju, bez međusobnog umanjenja.
--	--	---	--	--

		tijekom prethodnih 30 trgovinskih dana.		
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 god je 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 god je vrijednost niža	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. 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.	Transakcije moraju odražavati tržišne uvjete i biti u skladu s prosječnom cijenom, bez značajnog utjecaja na cijene ili trenda.	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. Ova mjera osigurava da kupovne cijene ostanu u okviru tržišnih uvjeta i da ne utječu na cijene na način koji bi mogao biti smatran manipulativnim. Prodajne ponude: 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, ovisno o tome koja je od tih vrijednosti niža.

				Ova pravila osiguravaju da prodajne cijene također odražavaju tržišne uvjete i da ne stvaraju nepravedne prednosti ili izazovu pomake u cijenama.
Blok transakcije	Kod izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti pružatelju likvidnosti je dopušteno 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 transakcija će se uračunati u dnevni volumen ograničenja u ugovoru o likvidnosti, ali se neće računati u izračun odgovarajućih 15% ili 25% prosječnog dnevnog trgovanja na trgovinskoj platformi na	Za izvršenje ugovora o likvidnosti, zaključivanje blok transakcija dionica je dopušteno samo u iznimnim uvjetima kada investicijsko društvo mora održati dovoljne zalihe gotovine ili dionica. Ako dođe do nerazmjere između dionica i gotovine koja može ometati izvršenje ugovora o likvidnosti (izvršenje zahtijeva ravnotežu između dionica i gotovine na računima društva), tada ograničenja u vezi s volumenom ne vrijede	Blok transakcije nisu dozvoljene u okviru ove prakse jer mogu dovesti do narušavanja tržišta i manipulacije cijenama.	Blok transakcije nisu dozvoljene u okviru ovog AMP-a.

	kojoj se ugovor o likvidnosti izvršava u prethodnih 30 sesija.			
Transparentnost i javne objave	Prije sklapanja ugovora s pružateljem likvidnosti izdavatelj mora javno objaviti putem CNMW web stranice: (i) identitet pružatelja likvidnosti, udio na koji će AMP primijeniti ii) mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati, trajanje ugovora, iii) broj dionica i iznos gotovine dodijeljen računima vrijednosnih papira odnosno gotovini. Tromjesečno, nakon provedbe AMP-a, javnosti se objavljuju dnevni zbirni podaci o transakcijama izvršenima na temelju	Prije sklapanja ugovora s pružateljem likvidnosti, izdavatelj mora javno objaviti važne informacije putem svoje web stranice, uključujući: Identitet pružatelja likvidnosti. Vrstu financijskih instrumenata na koje se AMP primjenjuje. Mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati. Trajanje ugovora. Broj dionica i iznos novčanih sredstava dodijeljenih ugovoru. Kvartalne objave: Nakon početka AMP-a, izdavatelj mora kvartalno objavljivati detaljne informacije o:	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	Objava informacija prilikom sklapanja ugovora: Izdavatelj je dužan odmah javno objaviti određene informacije prilikom sklapanja ugovora o pružanju likvidnosti. To uključuje: • Identitet pružatelja likvidnosti. • Udio na koji će se AMP primijeniti. • Mjesta trgovanja na kojima će se transakcije izvršavati. • Trajanje ugovora. • Broj dionica i iznos gotovine dodijeljen računima vrijednosnih papira. Tromjesečne objave: Nakon što je AMP

	ugovora, zbirni iznos vlastitih kupljenih i prodanih dionica, iznos isplaćene i primljene gotovine te -iznos novčanih sredstava i broja dionica dostupnih na računima vrijednosnih papira i novčanih sredstava. Kad se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati: (i) obavijest da je prestalo izvršenje ugovora o pružanju likvidnosti, (ii) razlozi ili uzroci prestanka izvršenja ugovora o pružanju likvidnosti, (iii) podaci o transakcijama koje su izvršene za vrijeme trajanja ugovora (kumulativno): broj kupljenih i prodanih dionica, iznos	Zbirnim podacima o transakcijama izvršenim temeljem ugovora. Zbirnim iznosima vlastitih dionica koje su kupljene i prodane. Iznosima isplaćenih i primljenih novčanih sredstava. Stanju računa vrijednosnih papira i novčanih sredstava na dan prestanka ugovora. Obavijesti o prestanku ugovora: Kada se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati, izdavatelj je dužan odmah obavijestiti javnost o: Razlozima prestanka izvršenja ugovora. Detaljima o transakcijama koje su se dogodile tijekom trajanja ugovora,		proveden, izdavatelj mora tromjesečno objavljivati: Zbirne podatke o transakcijama izvršenim u okviru ugovora. Ukupan iznos kupljenih i prodanih dionica. Iznos isplaćene i primljene gotovine. Stanje računa vrijednosnih papira i iznos gotovine dostupan na računu. Obustava aktivnosti: Kada se ugovor o pružanju likvidnosti prestane izvršavati, izdavatelj mora javno objaviti: Obavijest o prestanku izvršenja ugovora. Razloge ili uzroke prestanka. Relevantne informacije o transakcijama izvršenim tijekom trajanja ugovora, uključujući broj kupljenih i prodanih dionica i stanje
--	---	---	--	--

	upotrijebljenih novčanih sredstava, stanje računa vrijednosnih papira i računa novčanih sredstava na dan prestanka izvršenja ugovora.	uključujući broj kupljenih i prodanih dionica te stanje računa na dan prestanka.		računa na dan prestanka izvršenja. 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.
Prijelazno razdoblje	N/A	Tijekom razdoblja od dvije godine od primjene odluke koja uređuje nove odredbe o likvidacijskim ugovorima, pružatelj likvidnosti ugovora može odstupati od odredbi vezanih uz ograničenja volumena i cijena, uz sljedeće uvjete: Pružatelj likvidnosti mora dokumentirati opravdanje za korištenje odstupanja za svaki trgovinski dan,	N/A	N/A

		osiguravajući da to nije ometalo uredno funkcioniranje tržišta. Izvršitelj mora odmah dostaviti AMF-u sažetak korištenja odstupanja i prateću dokumentaciju. Tijekom ovog dvogodišnjeg prijelaznog razdoblja, AMF će pratiti implementaciju likvidacijskih ugovora i ocijeniti jesu li postavljene granice pravilno kalibrirane		
Mišljenje ESMA-e	Pozitivno uz prijedlog CNMV da razmotri i.) uvođenje maksimalnih novčanih iznosa kojima se ograničavaju sredstva koja će se dodijeliti za izvršenje ugovora o likvidnosti, razlikujući različite kategorije likvidnosti dionica i ii.) mogućnost	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	ESMA podržava praksu kao usklađenu s MAR regulativom, ali preporučuje kontinuirano praćenje tržišnih učinaka.	Pozitivno

	da se pružatelj likvidnosti može naći u situaciji da je prisutan na objema stranama knjige naloga. CNMV je 25. srpnja 2019. godine obavijestio ESMA-u o prijedlogu revizije koji omogućava bolje usklađivanje njihove AMP s Točkama za konvergenciju. Revizija AMP-a CNMV-a dobila je pozitivno mišljenje od ESMA-e 19. rujna 2019. (ESMA70-155-8524).	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 cjenovni limiti stroži od preporučenih.		
--	--	---	--	--

Kriteriji iz ESMA mišljenja²⁸ – „*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity Contracts*“

Kriteriji	ESMA mišljenje iz 2017
Mjesto trgovanja na kojem se koristi i za koje instrumente	Trgovanje se može obavljati na različitim burzama za sve vrste dionica, uključujući dionice s visokom likvidnošću, likvidne dionice i nelikvidne dionice.

²⁸ Dostupno ovdje: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-76_opinion_on_point_of_convergence_of_liquidity_contract_amps.pdf

Pisana forma ugovora (DA/NE)	DA - Ugovor o likvidnosti mora biti u pisanoj formi, što omogućava jasnu dokumentaciju i poštivanje propisa.
Vrste subjekata koji mogu obavljati AMP i koje ga mogu koristiti	AMP mogu koristiti izdavatelji, investicijska društva, kao i financijski posrednici koji su ovlašteni i ispunjavaju regulatorne zahtjeve.
Naknada pružatelju likvidnosti	Ova naknada može biti fiksna ili varijabilna, a svi detalji o strukturi naknade, uključujući sve uvjete i granice, trebaju biti jasno definirani u ugovoru..
Obveza istovremenog izlaganja ponuda za kupnju i ponuda za prodaju	Pod normalnim uvjetima, pružatelj likvidnosti trebao bi imati naloge na obje strane knjige naloga, no ne postoji obveza da ti nalozi budu najbolji ponuda i tražnja ili da budu simetrični. Ova fleksibilnost omogućava pružateljima likvidnosti da održe svoju ulogu u povećanju tržišne likvidnosti bez obveze da uvijek nude najkonkurentnije cijene.
Ograničenja sredstava koje će izdavatelj dodijeliti	Ograničenja su definirana za različite tipove dionica: Visoko likvidne dionice: Maksimalno 100% prosječnog dnevnog prometa tijekom posljednjih 30 trgovinskih dana, ne smije premašiti 50 milijuna eura. Likvidne dionice: Maksimalno 200% prosječnog dnevnog prometa, ne smije premašiti 20 milijuna eura. Nelikvidne dionice: Maksimalno 500% prosječnog dnevnog prometa ili 1% tržišne kapitalizacije društva.
Ograničenja u vezi s volumenom/prometom	Nelikvidne dionice: Trgovanje ne smije premašiti 25% prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija. Likvidne dionice: Trgovanje ne smije premašiti 15% prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija.

	Visoko likvidne dionice: Ako se uvede podkategorija visoko likvidnih dionica, Trgovanje ne smije premašiti 5% prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 20 do 30 trgovinskih sesija. Jedinstveni prag: 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. Kumulacija transakcija: Sva ograničenja trebaju se izračunati uzimajući u obzir sve transakcije izvršene pod ugovorom o likvidnosti, zbrajajući kupovine i prodaje bez umanjivanja..
Ograničenja u vezi s cijenom	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.
Trgovanje tijekom dražbi	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
Blok transakcije	Blok transakcije su dopuštene u iznimnim okolnostima kada je potrebno održati ravnotežu.

PRILOG II - PRIMJER PREDLOŠKA UGOVORA O PRUŽANJU LIKVIDNOSTI

Predložak ugovora o pružanju likvidnosti

**Napomena:*

Ovaj predložak služi samo u ilustrativne svrhe i namjena istog je navesti koje minimalne elemente bi ugovor o pružanju likvidnosti morao sadržavati u skladu s primjenjivom prihvaćenom tržišnom praksom (AMP).

Ovaj predložak ne predstavlja standardizirani obrazac ugovora i nije namijenjen korištenju kao dovršeni ili pravno obvezujući ugovor bez odgovarajuće prilagodbe. I izdavatelji i pružatelji likvidnosti i dalje snose odgovornost za to da svaki ugovor o likvidnosti koji sklope bude u potpunosti usklađen s primjenjivom regulativom i relevantnom prihvaćenom tržišnom praksom, uzimajući u obzir njihove specifične okolnosti.

Sukladno tome, ovaj predložak treba prema potrebi prilagoditi i dopuniti svim dodatnim odredbama potrebnim za održavanje posebnih obilježja izdavatelja, financijskog instrumenta i ugovornog odnosa između stranaka.

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) „*Računi likvidnosti*” znači račun namijenjen za novčana sredstva [broj ...] i račun namijenjen za vrijednosne papire [broj...] koje pružatelj likvidnosti otvara u ime izdavatelja;
- (d) „*Prosječan dnevni promet*” znači ukupan promet relevantnih dionica podijeljen s 30 trgovinskih dana, pri čemu se ukupni promet predmetnih dionica izračunava zbrajanjem rezultata množenja broja dionica kojima se trgovalo i cijene za svaku transakciju provedenu tijekom prethodnih 30 dana trgovanja;
- (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;
- (h) „*Neovisna transakcija*” znači transakcija izvršena na mjestu trgovanja u kojoj ne sudjeluje pružatelj likvidnosti, bilo sukladno ovom Ugovoru, bilo za vlastiti račun ili za račun klijenata;
- (i) „*Neovisni nalog*” znači bilo koji nalog koji nije zadan sukladno ovom Ugovoru i koji nije postavljen u tijeku trgovanja za vlastiti račun, trgovanja za račun trećih strana ili upravljanja portfeljem od strane pružatelja likvidnosti.

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.

2.2.4. Pružatelj likvidnosti neće pripadati istoj grupi društava kao izdavatelj.

2.3. Sukob interesa

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

2.4. Račun likvidnosti

2.4.1. Pružatelj likvidnosti osigurat će da će transakcije izvršene sukladno ovom ugovoru biti zabilježene na dva zasebna računa otvorena na ime izdavatelja i korištena isključivo u svrhu ovog ugovora: račun vrijednosnih papira i odgovarajući račun novčanih sredstava (zajedno skupno: „Računi 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 račune 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 sprečavanja 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 ne smije utjecati na tržišne cijene u situacijama kad postoji neovisan interes za trgovanje. 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. Kad se radi o nelikvidnoj dionici, pružatelj likvidnosti može unijeti nalog kojim se smanjuje *spread* između najbolje kupovne i prodajne cijene.

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 % (ili 25 %, odnosno 35 % ovisno o povratnoj informaciji tržišnih sudionika) prosječnog dnevnog prometa na tržištu u prethodnih 30 trgovinskih dana,

c) za nelikvidne dionice ne smije prelaziti 25 % (ili 35 % ovisno o povratnoj informaciji tržišnih sudionika) 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 jedinstven čvrsti prag od 30 000 EUR.

Ovi pragovi se računaju uzimajući u obzir sve transakcije (i kupnje i prodaje) izvršene na temelju ovog ugovora, bez netiranja.

2.6.2. U sklopu izvršavanja ugovora o pružanju likvidnosti sklapanje blok transakcija nije dopušteno.

2.7. Vođenje evidencije

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

2.7.2. Pružatelj likvidnosti obvezuje se čuvati dokumentaciju koja dokazuje da su nalozi uneseni zasebno i pojedinačno bez objedinjavanja s naložima 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

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

3.1.2. Izdavatelj ne smije davati nikakve upute pružatelju likvidnosti vezane za donošenje odluka o trgovanju i ne smije izravno ili neizravno prenijeti pružatelju likvidnosti nikakvu odluku o trgovanju, osim u slučaju obustave izvršenja ugovora.

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 objaviti i redovito ažurirati sve sljedeće informacije putem službeno određenog sustava za objavu propisanih informacija, na internetskoj stranici mjesta trgovanja i na internetskoj stranici izdavatelja..

(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
- v. sredstva u gotovini i dionicama položena za ovaj ugovor na račun likvidnosti;
- vi. maksimalni broj dionica koji se može akumulirati u portfelju radi izvršenja ugovora.

(b) tijekom izvršenja ovog ugovora:

- i. svaka tri mjeseca, u roku od 15 dana nakon završetka kvartala:
 - dnevni agregirani podaci o trgovanju koji uključuju: datum izvršenih transakcija, broj izvršenih transakcija, broj prodanih i kupljenih dionica, iznos novčanih sredstava koji odgovara prodanim i kupljenim dionicama, cijene transakcija, prosječnu veličinu transakcije, prosječan raspon kupovne i prodajne cijene;
 - iznos novčanih sredstava i iznos dionica dostupnih na računima likvidnosti.
- ii. odmah, bez odgode – 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. obavijest o raskidu ili prestanku izvršenja ovog ugovora;
- ii. opis načina na koji je ugovor izvršen (transakcije koje su izvršene u sklopu ugovora, navodeći detaljno broj prodanih i kupljenih dionica, iznos gotovine koji je

plaćen i primljen, te stanje računa vrijednosnih papira i računa novčanih sredstava na dan raskida/isteka ugovora)

- 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 % (odnosno 300 %, 400 % ili 500 %, ovisno o povratnoj informaciji tržišnih sudionika) 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 ili 1% tržišne kapitalizacije izdavatelja (1 % tržišne kapitalizacije prihvatljivija je opcija jer rezultira većim iznosima sredstava koja se dodjeljuju za izvršenje ugovora).

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].

Ova naknada mora biti određena na takav način da ne ugrožava integritet tržišta kapitala, uredno funkcioniranje tržišta i da ne uzrokuje sukobe interesa.

Posebice varijabilna komponenta naknade ne smije utjecati na pružatelja likvidnosti da izvršava transakcije koje bi mogle dati obmanjujuće signale u pogledu ponude, potražnje ili cijene.

4. PRIVREMENA SUSPENZIJA ILI OGRANIČENJE OVOG UGOVORA

4.1. Izvršavanje ovog ugovora bit će obustavljeno u sljedećim slučajevima:

- tijekom provođenja javne ponude ili mjera stabilizacije koje se provode u skladu s člankom 5. Uredbe br. 596/2014;
- kad je objavljena ponuda za preuzimanje izdavateljevih dionica, kad je izdavatelj ciljno društvo u ponudi ili kad izdavatelj inicira ponudu za preuzimanje te svoje vlastite dionice zamjenjuje za dionice ciljnog društva.

4.2. Ugovorne strane mogu se dogovoriti o dodatnim razlozima obustave provedbe ovog ugovora. [okolnosti ili uvjeti za obustavu ili ograničenje]

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 stranaka (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. PRIJELAZNE MJERE

6.1. U prijelaznom razdoblju od dvije godine od početka primjene prihvaćene tržišne prakse (AMP), pružatelj likvidnosti može primjenjivati odstupanja od ograničenja volumena i cijena navedena u ovom ugovoru, gdje su takva odstupana potrebna radi pravilnog izvršenja aktivnosti pružanja likvidnosti.

6.2. Bilo koja upotreba ovakvog odstupanja mora zadovoljavati uvjete propisane primjenjivom prihvaćenom tržišnom praksom.

6.3. Pružatelj likvidnosti dokumentirat će za svaki trgovinski dan opravdane razloge temeljem kojih je upotreba ovih odstupanja potrebna i neće se negativno odraziti na uredno funkcioniranje tržišta.

6.4. Pružatelj likvidnosti će odmah dostaviti izdavatelju i [*nacionalnom nadležnom tijelu*], sažetak korištenja takvih odstupanja zajedno s relevantnom primjenjivom dokumentacijom.

6.5. Bilo kakvo odstupanje od ograničenja cijene i volumena neće prijeći maksimalni prag dopušten primjenjivom prihvaćenom tržišnom praksom (AMP).

6.6. Izdavatelj priznaje i prihvaća da pružatelj likvidnosti može primjenjivati ovakva ograničenja u skladu s prihvaćenom tržišnom praksom i pristaje se ne miješati u njihovu primjenu.

6.7. Kad izdavatelj koristi prijelazne mjere u vezi alokacije sredstava sukladno primjenjivoj tržišnoj praksi, izdavatelj može dostaviti dokumentirano opravdanje [*nacionalnom nadležnom tijelu*] i osigurati prethodnu obavijest i javnu objavu, sve u skladu s AMP-om.

6.8. Bilo koje odstupanje od ograničenja alokacije sredstava sukladno primjenjivom AMP-u neće prijeći maksimalni prag određen primjenjivom prihvaćenom tržišnom praksom (AMP).

7. 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 nacрта ugovora na koje je *[tržišni operater]* pristao.

Izdavatelj će dostaviti primjerak ovog ugovora *[nacionalnom nadležnom tijelu]* ne kasnije od 10 radnih dana prije namjeravanog početka izvršavanja predmetnog ugovora.

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

Potpisi

Za Izdavatelja

[ime i prezime, funkcija]

[potpis]

Za Pružatelja likvidnosti

[ime i prezime, funkcija]

[potpis]

PRILOG III - PRIMJER KALKULACIJA VARIJANTI DNEVNIH LIMITA TRGOVANJA, ODNOSNO LIMITA KOJE IZDAVATELJ ALOCIRA ZA IZVRŠENJE UGOVORA

Kalkulacija varijanti dnevnih limita trgovanja odnosno limita koje Izdavalatelj alocira za izvršenje ugovora je dostupna [ovdje](#).

POPIS POKRATA

8. *Hanfa* – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
9. *ESMA* - Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, osnovano Uredbom (EU) broj 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010.
10. *ZTK* – Zakon o tržištu kapitala (Narodne novine broj 65/18, 17/2020, 83/2021, 151/2022 i 85/2024)
11. *MiFID II* – Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća o tržištima financijskih instrumenata
12. *MiFIR* - Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o tržištima financijskih instrumenata
13. *MAR* – Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća o zlouporabi tržišta
14. *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
15. *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
16. *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
17. *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

18. ZSE – Zagrebačka burza d.d., Zagreb
19. AMP – prihvaćena tržišna praksa (engl. „*accepted market practice*“) u smislu MAR-a
20. ADT – prosječni dnevni promet (engl. „*average daily turnover*“)
21. 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
22. LIS – nalog/ponuda koji prelaze uobičajenu veličinu tržišta (engl. *large in scale*)

