

SPOT tržište neuvrštenih dionica – novo nacionalno tržište neuvrštenih dionica u ZTK



Dokument za raspravu

SPOT tržište neuvrštenih dionica – novo nacionalno tržište neuvrštenih dionica u ZTK

srpanj 2026.

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.

Sadržaj:

UVOD.....	5
OBRAZLOŽENJE	6
Čemu bi SPOT tržište neuvrštenih dionica služilo?.....	6
Kako bi SPOT tržište neuvrštenih dionica funkcioniralo?	8
Kako bi povremeno trgovanje funkcioniralo u praksi – primjer izlaska <i>private equity</i> ulagatelja	9
Sudionici SPOT tržišta i ograničenja pristupa	14
Komplementarnost SPOT tržišta i inicijalnih javnih ponuda (IPO)	16
UK PISCES režim kao inspiracija za SPOT tržište	18
Ilustracija potencijalnog nacrtu odredbi ZTK	20
Prilog - Upitnik u vezi prijedloga uspostave SPOT tržišta neuvrštenih dionica	33

UVOD

Hrvatsko tržište kapitala posljednjih godina bilježi razvoj *venture capital* i *private equity* ulaganja, ali istodobno i dalje ulagatelji u neuvrštena društva često nemaju učinkovit i transparentan način izlaska iz ulaganja prije inicijalne javne ponude (IPO), dok potencijalni novi ulagatelji nemaju širi pristup podacima o potencijalnim tržišnim interesima.

Kako bi se razmotrilo moguće rješenje navedenih izazova, predlaže se uspostava SPOT tržišta neuvrštenih dionica – organiziranog sustava za prikaz i strukturiranje interesa za kupnju i prodaju neuvrštenih dionica kroz povremene trgovinske cikluse. Za razliku od uređenih tržišta i trgovinskih platformi, SPOT tržište ne bi omogućavalo uparivanje naloga niti sklapanje transakcija unutar samog sustava, već bi služilo kao organizirano okruženje za iskazivanje i prikazivanje tržišnih interesa i razmjenu relevantnih informacija.

Ovaj dokument ima za cilj pokrenuti konzultacijski proces i prikupiti mišljenja dionika o:

- potrebi za uspostavom SPOT tržišta u Republici Hrvatskoj (ili sličnog mehanizma),
- mogućim koristima i rizicima takvog modela,
- organizaciji i funkcioniranju povremenih trgovinskih ciklusa,
- krugu sudionika kojima bi pristup tržištu bio omogućen,
- regulatornim i zakonskim rješenjima potrebnima za njegovu uspostavu.

Cilj ovog dokumenta nije predlaganje konačnih rješenja. Izneseni prijedlozi i nacrt zakonskog okvira predstavljaju informativnu osnovu za raspravu te služe kao polazište za prikupljanje komentara, prijedloga i stručnih mišljenja svih zainteresiranih dionika.

Savjetovanje je otvoreno do **17. kolovoza 2026.**, a komentari i prijedlozi mogu se dostaviti:

- elektroničkom poštom na adresu: shpms@hanfa.hr,
- putem obrasca iz Priloga koji je dostupan na mrežnim stranicama Hanfe,
- uz naznaku: „Savjetovanje o uspostavi SPOT tržišta neuvrštenih dionica“.

Nakon završetka savjetovanja Hanfa će analizirati zaprimljene komentare te, na temelju dobivenih povratnih informacija, procijeniti opravdanost i moguće modele daljnjeg razvoja regulatornog okvira, a za potrebe prijedloga koji se mogu uputiti prema Ministarstvu financija Republike Hrvatske.

OBRAZLOŽENJE

Čemu bi SPOT tržište neuvrštenih dionica služilo?

Uvođenje SPOT tržišta neuvrštenih dionica (sustav za prikaz i organizaciju tržišnih interesa) se predlaže kao normativni odgovor na nekoliko strukturnih manjkavosti hrvatskog tržišta kapitala, a kako bi ono bilo u mogućnosti osigurati kontinuitet financiranja i likvidnosti kroz različite faze razvoja poduzeća. SPOT tržište je nacionalni organizirani sustav koji omogućuje pristup i razmjenu interesa za dionice izdavatelja čije dionice nisu uvrštene na uređeno tržište ili multilateralnu trgovinsku platformu, a koji popunjava postojeći jaz između privatnih i javnih tržišta kapitala.

Financiranje poduzeća, osobito onih u fazi rasta, se u velikom obujmu odvija izvan javnih tržišta. Domaće tržište rizičnog kapitala i *private equity* ulaganja postupno se razvija, ali i dalje djeluje u uvjetima ograničene likvidnosti i **nedostatka standardiziranih izlaznih mehanizama**. Ulagatelji koji ulažu u ranim ili srednjim fazama razvoja društava u pravilu su suočeni s dugoročnim horizontom držanja ulaganja, pri čemu mogućnost djelomične ili potpune realizacije dobiti u razdoblju prije inicijalne javne ponude praktično ne postoji ili je ograničena na pojedinačne, netransparentne i troškovno zahtjevne transakcije. Takva situacija izravno utječe na spremnost ulagatelja da ulažu u rizičnije faze razvoja poduzeća, budući da izostaje jasan i predvidiv mehanizam izlaska iz ulaganja.

Istodobno, postojeći sustav ne omogućuje učinkovito uključivanje novih ulagatelja u vlasničku strukturu takvih društava. Potencijalni ulagatelji, uključujući institucionalne ulagatelje, poslovne anđele i druge kvalificirane ulagatelje, nemaju na raspolaganju strukturiran sustav putem kojeg bi mogli pristupiti ulaganjima u neuvrštene dionice uz odgovarajuću razinu standardiziranih informacija i pravne sigurnosti. Posljedično, sekundarno tržište takvih instrumenata ostaje fragmentirano i pretežito se odvija kroz bilateralne pregovore, pri čemu ne postoji transparentan mehanizam formiranja tržišnih očekivanja niti dosljedan okvir za strukturirano iskazivanje interesa sudionika.

U takvim okolnostima dolazi do izraženog diskontinuiteta između privatnog i javnog segmenta tržišta kapitala. Prijelaz društva iz privatnog okruženja na uređeno tržište obilježen je naglim povećanjem regulatornih zahtjeva, osobito u pogledu objave informacija, korporativnog upravljanja i tržišne discipline. Taj regulatorni skok predstavlja značajnu prepreku društvima koja bi inače imala potencijal za izlazak na burzu, ali nisu u mogućnosti ili nisu spremna u kratkom vremenu zadovoljiti sve zahtjeve koji se vežu uz status javno uvrštenog društva. Kao posljedica toga, broj inicijalnih javnih ponuda ostaje ograničen, a tržište kapitala ne ostvaruje svoju punu funkciju u financiranju rasta gospodarstva.

SPOT tržište neuvrštenih dionica predlaže se kao ciljano rješenje za navedene nedostatke, kroz uspostavu organiziranog, ali funkcionalno prilagođenog oblika tržišnog okruženja koje omogućuje strukturirano iskazivanje i prikaz interesa za kupnju i prodaju u uvjetima koji su posebno osmišljeni za društva u fazi između

privatnog i javnog tržišta. Njegova ključna karakteristika je da se aktivnosti odvijaju povremeno, u unaprijed određenim vremenskim intervalima ili organiziranim trgovinskim događajima, te da je pristup tržištu ograničen na unaprijed definirane kategorije ulagatelja koji raspolažu potrebnim znanjem i financijskom sposobnošću za preuzimanje rizika inherentnih ulaganjima u neuvrštene dionice. Takav pristup omogućuje istodobno povećanje mogućnosti likvidnosti za postojeće ulagatelje i otvaranje mogućnosti ulaganja novim sudionicima, uz zadržavanje razine zaštite primjerene prirodi tih ulaganja.

Uvođenjem strukturiranih trgovinskih ciklusa i pravila o pravodobnom i standardiziranom dostavljanju informacija svim sudionicima pojedinog trgovinskog događaja postiže se transparentniji i učinkovitiji proces tržišne koordinacije nego u dosadašnjim privatnim transakcijama. Iako se informacije ne objavljuju javno u opsegu koji je karakterističan za uređena tržišta, osigurava se da svi potencijalni sudionici unutar pojedinog trgovinskog ciklusa raspolažu istovjetnim skupom relevantnih podataka. Time se smanjuje informacijska asimetrija koja je inače obilježje bilateralnih pregovora, povećava povjerenje ulagatelja i olakšava donošenje investicijskih odluka, uz izbjegavanje nerazmjernog regulatornog opterećenja za izdavatelje.

SPOT tržište može doprinijeti razvoju domaće *private equity* i *venture capital* industrije. Omogućavanje djelomične likvidnosti kroz kontrolirano i organizirano tržišno okruženje smanjuje pritisak da se izlaz iz ulaganja ostvari isključivo kroz prodaju društva ili inicijalnu javnu ponudu. Time se povećava fleksibilnost upravljanja vlasničkom strukturom, produljuje vremenski horizont razvoja društva te se potiče daljnje ulaganje u fazama rasta. Istodobno se povećava atraktivnost ulaganja za nove investitore, jer postojanje organiziranog okruženja za iskazivanje tržišnih interesa umanjuje percepciju nelikvidnosti kao jednog od ključnih rizika takvih ulaganja. Osim toga, SPOT tržište ima važnu funkciju u postupnom približavanju društava standardima tržišta kapitala. Sudjelovanjem u ovom sustavu društva razvijaju praksu pripreme i distribucije informacija ulagateljima, uspostavljaju odnose s investitorima te se postupno prilagođavaju zahtjevima tržišne discipline. Na taj se način smanjuje jaz između poslovanja u privatnom okruženju i zahtjeva koji proizlaze iz statusa javno uvrštenog društva, čime se inicijalna javna ponuda pozicionira kao prirodan i postupan korak u razvoju društva. Posljedično se jača tzv. *pipeline* za inicijalne javne ponude, što dugoročno doprinosi razvoju i likvidnosti domaćeg tržišta kapitala.

Okvir za SPOT tržište mora biti usklađen s pravom Europske unije, osobito s MiFID II Direktivom, Uredbom (EU) br. 600/2014 (MiFIR) i Uredbom o prospektu. Predloženo normativno rješenje unutar tog okvira omogućuje potrebnu razinu funkcionalne prilagodbe, a koja je i dalje usklađena sa svim zahtjevima EU propisa. Organizacija SPOT tržišta temelji se na okupljanju i strukturiranom prikazu interesa za kupnju i prodaju, ali bez funkcionalnosti koje bi omogućile njihovu međusobnu interakciju u smislu sklapanja transakcija unutar sustava. Na taj način ne dolazi do uspostave multilateralnog sustava u smislu članka 2. stavka 1. točke 11. MiFIR-a, budući da sustav ne omogućuje uparivanje interesa niti sklapanje ugovora između sudionika, već ostaje ograničen na organizaciju tržišnih ciklusa i pružanje informacija relevantnih za donošenje odluka. Time se postiže

ravnoteža između zahtjeva europskog regulatornog okvira i potrebe za funkcionalnošću koja proizlazi iz specifičnosti ovog tržišnog segmenta. SPOT tržište može omogućiti komunikaciju između sudionika radi razmjene informacija i uspostave kontakta, pri čemu takva komunikacija nije organizirana na način koji bi doveo do sklapanja transakcije unutar sustava.

Pitanja vezana uz javnu ponudu vrijednosnih papira rješavaju se oslanjanjem na postojeće iznimke i pragove predviđene Uredbom o prospektu, uz dodatno normiranje obveza informiranja sudionika u kontekstu pojedinih trgovinskih događaja na SPOT tržištu. Na taj se način osigurava da ulagatelji raspolažu potrebnim informacijama za donošenje odluke, bez nametanja obveze izrade prospekta u situacijama u kojima to, s obzirom na ograničeni opseg i prirodu sudjelovanja, ne bi bilo razmjerno.

U cjelini, SPOT tržište neuvrštenih dionica predstavlja ciljano i proporcionalno normativno rješenje kojim se uspostavlja nedostajući segment tržišne infrastrukture između privatnih i javnih tržišta kapitala. Njime se povećava transparentnost i strukturiranost tržišnih procesa, olakšava pristup kapitalu za društva u fazi rasta, potiče razvoj tržišta privatnog kapitala te stvaraju preduvjeti za veći broj i kvalitetniji tijek budućih inicijalnih javnih ponuda.

Kako bi SPOT tržište neuvrštenih dionica funkcioniralo?

SPOT tržište neuvrštenih dionica (sustav za prikaz i organizaciju tržišnih interesa) osmišljeno je kao poseban oblik organiziranog sekundarnog tržišnog okruženja koji omogućuje okupljanje i strukturirano iskazivanje interesa za kupnju i prodaju dionica izdavatelja čije dionice nisu uvrštene na uređeno tržište ili multilateralnu trgovinsku platformu, uz primjenu pravila koja odražavaju povremenu i vremenski ograničenu prirodu takvih aktivnosti. SPOT ne predstavlja kontinuirano tržište, već sustav u kojem se aktivnosti odvijaju u unaprijed određenim ili ad hoc organiziranim trgovinskim ciklusima ograničenog trajanja, tijekom kojih sudionici mogu iznositi i prilagođavati svoje kupovne i prodajne interese u skladu s dostupnim informacijama. U funkcionalnom smislu, SPOT tržište omogućuje istodobno sudjelovanje više kupovnih i prodajnih interesa u okviru organiziranog sustava, ali ne omogućuje njihovu međusobnu interakciju na način koji bi doveo do sklapanja transakcija unutar samog sustava. Time se njegov način funkcioniranja bitno razlikuje od pristupa koji je karakterističan za multilateralne trgovinske platforme. Umjesto primjene pravila koja uređuju izvršenje naloga i njihovo uparivanje, SPOT tržište temelji se na pravilima koja uređuju način iskazivanja, prikaza i dostupnosti tržišnih interesa sudionicima, kao i organizaciju trgovinskih ciklusa i pristup informacijama. Na taj način sustav zadržava organizacijska obilježja tržišta, ali ne preuzima funkciju izvršenja transakcija.

Uloga operatera u takvom sustavu očituje se prije svega u organizaciji i upravljanju trgovinskim ciklusima, određivanju pravila pristupa sustavu te osiguravanju transparentnih i nediskriminatornih uvjeta sudjelovanja. Operater je odgovoran za način na koji se interesi sudionika zaprimaju, evidentiraju i prikazuju

unutar sustava, uključujući njihovu agregaciju i anonimizaciju, ali ne sudjeluje u njihovom međusobnom povezivanju niti određivanju uvjeta eventualnih transakcija. Time se osigurava da operater djeluje kao organizator tržišnog procesa, a ne kao posrednik u sklapanju pojedinačnih pravnih poslova između sudionika.

Takav pristup znači da se u okviru SPOT tržišta ne provodi uparivanje naloga niti njihovo izvršenje, niti sustav omogućuje organizirano pregovaranje između sudionika o uvjetima pojedinačnih transakcija. Eventualne transakcije koje mogu proizaći iz interesa iskazanih tijekom trgovinskog ciklusa odvijaju se izvan samog sustava, na temelju informacija i uvida koje sudionici stječu kroz sudjelovanje u organiziranom tržišnom okruženju.

Kako bi se osigurala usklađenost s pravom Europske unije, osobito s definicijom multilateralnog sustava iz MiFIR-a, SPOT tržište je normativno oblikovano na način da ne omogućuje interakciju kupovnih i prodajnih interesa koja bi rezultirala sklapanjem ugovora unutar sustava. S obzirom na to da izostaje ključni element takve interakcije, sustav se ne može smatrati uređenim tržištem niti multilateralnom ili organiziranom trgovinskom platformom u smislu relevantnih propisa Europske unije. Operater je pritom dužan na zahtjev Hanfe jasno obrazložiti način funkcioniranja sustava i ograničenja njegove funkcionalnosti, dok Hanfa u okviru svojih nadzornih ovlasti kontinuirano prati njegovu primjenu, osobito s aspekta zaštite ulagatelja i očuvanja njegove regulatorne kvalifikacije.

Ključan element ovog režima predstavlja koncept povremenih trgovinskih događaja, odnosno trgovinskih razdoblja. Aktivnosti na SPOT tržištu ne odvijaju se kontinuirano, već se organiziraju u vremenski ograničenim periodima koji mogu biti unaprijed definirani u pravilima operatera ili određeni u dogovoru s izdavateljem. Takvi ciklusi mogu se održavati periodično, primjerice tromjesečno ili godišnje, ali i prema potrebi, ovisno o interesu izdavatelja i ulagatelja. Ovakva struktura omogućuje koncentraciju interesa u određenim trenucima te formiranje relevantnih tržišnih pokazatelja u uvjetima u kojima kontinuirano trgovanje ne bi bilo održivo.

Izdavatelj na SPOT tržištu može aktivno sudjelovanje u definiranju parametara organiziranja trgovinskih ciklusa za njegove dionice. Izdavatelj može, u skladu s pravilima operatera i regulatornim zahtjevima, odlučiti u kojim se vremenskim razdobljima organiziraju ciklusi, koje kategorije ulagatelja mogu sudjelovati te koje će informacije biti dostupne sudionicima pojedinog trgovinskog događaja. Takav model odražava obilježja privatnih tržišta kapitala, gdje izdavatelji imaju veći stupanj kontrole nad svojom vlasničkom strukturom, ali ih istodobno uvodi u strukturirano i nadzirano tržišno okruženje.

Kako bi povremeno trgovanje funkcioniralo u praksi – primjer izlaska *private equity* ulagatelja

Kako bi se jasnije prikazao način funkcioniranja SPOT tržišta neuvrštenih dionica, posebno u kontekstu njegove uloge u razvoju tržišta privatnog kapitala, korisno

je razmotriti primjer *private equity* fonda koji želi omogućiti djelomičan izlazak iz svog ulaganja u društvo u fazi rasta, bez neposrednog pokretanja inicijalne javne ponude ili prodaje društva strateškom investitoru.

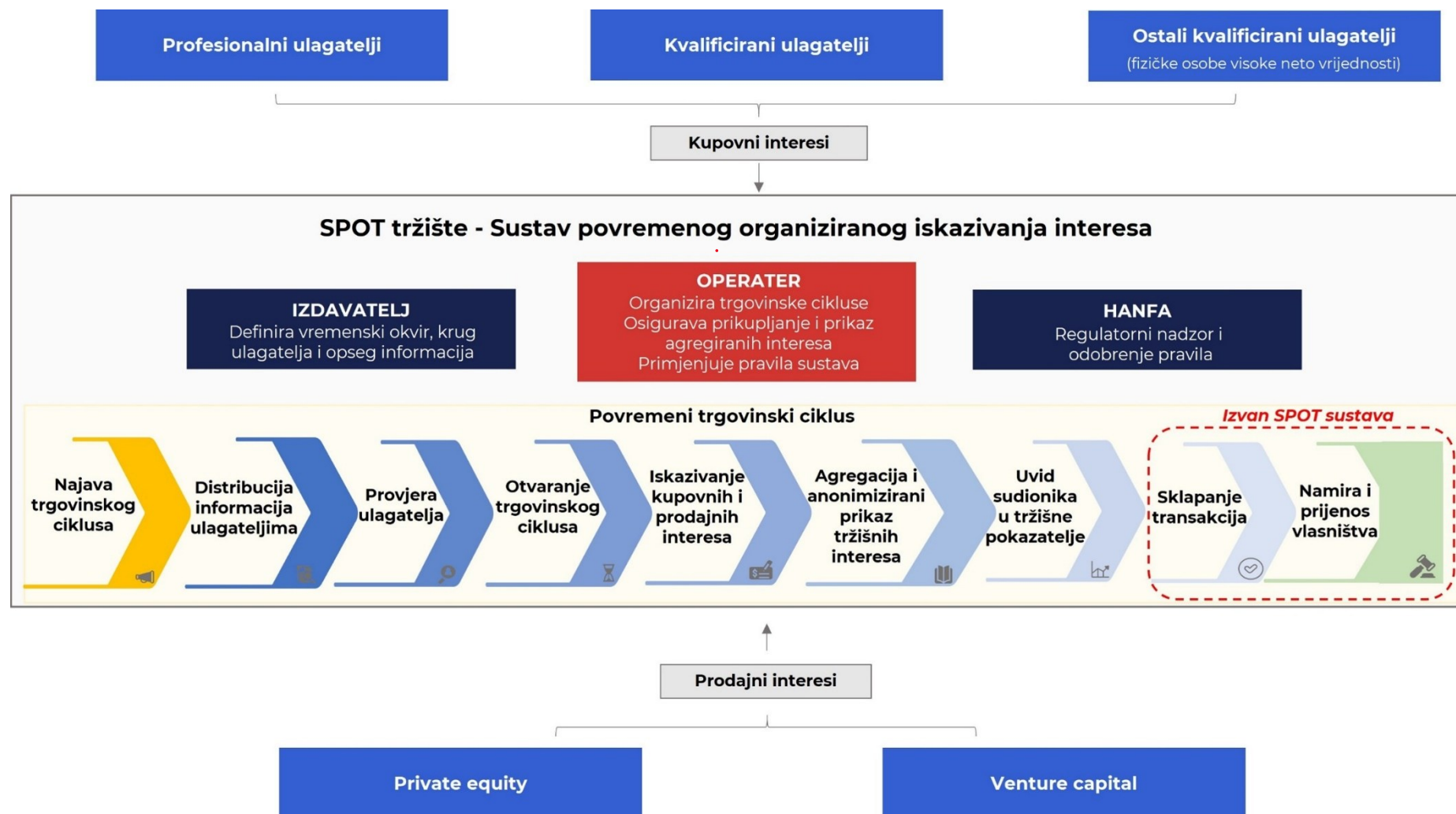
Pretpostavimo da *private equity* fond drži značajan udio u društvu koje se u proteklom razdoblju uspješno razvilo i ostvarilo rast vrijednosti, ali još nije spremno za izlazak na uređeno tržište. Fond, kao i njegovi ulagatelji, imaju interes ostvariti djelomičnu likvidnost, odnosno unovčiti dio svog ulaganja, uz istodobno zadržavanje određenog izloženog udjela radi daljnjeg sudjelovanja u potencijalnom rastu društva.

U takvim okolnostima, izdavatelj, u suradnji s fondom kao postojećim dioničarem, odlučuje koristiti SPOT tržište kako bi organizirao povremeni trgovinski događaj. Operater SPOT tržišta, na temelju svojih pravila i uz nadzor Hanfe, definira vremenski okvir tog događaja, primjerice višednevno razdoblje tijekom kojeg sudionici mogu iskazivati interes za kupnju i prodaju predmetnih dionica. Višednevno razdoblje predstavlja kratko, unaprijed određeno razdoblje tijekom kojeg je moguće sudjelovati u iskazivanju interesa za određene dionice, dok se izvan tog razdoblja iskazivanje interesa ne provodi.

Za razliku od burze, gdje se trgovanje odvija kontinuirano svaki radni dan, SPOT tržište funkcionira po principu „otvaranja i zatvaranja“ tržišnog interesa za pojedino društvo ili skup dionica. Operater tržišta i izdavatelj unaprijed odrede, primjerice, da će se trgovinski ciklus provoditi kroz nekoliko uzastopnih dana, primjerice od ponedjeljka do petka u određenom tjednu. Tijekom tih nekoliko dana ulagatelji mogu iskazivati interes za kupnju ili prodaju dionica i sudjelovati u procesu oblikovanja tržišnih očekivanja. Izvan tog vremenskog okvira, nema kontinuirane likvidnosti kao na burzi, već se likvidnost „koncentrira“ u navedenim kratkim, unaprijed najavljenim razdobljima.

Takav pristup ima nekoliko praktičnih posljedica. Sudionici unaprijed znaju kada će se trgovinski ciklus održati i mogu se za to pripremiti, proučiti dostupne informacije o društvu i donijeti investicijsku odluku. Istodobno, koncentriranje interesa u nekoliko dana povećava vjerojatnost da će sudionici dobiti realan uvid u ponudu i potražnju, što je osobito važno kod neuvrštenih dionica gdje inače nema stalne likvidnosti.

Primjerice, operater može objaviti da će se trgovinski ciklus za dionice određenog društva održati u razdoblju od pet dana u rujnu. Prije početka tog razdoblja ulagateljima se dostavljaju relevantne informacije o društvu, a tijekom tih pet dana oni mogu unositi svoje kupovne i prodajne interese. Tijekom tog razdoblja sustav omogućuje prikaz agregiranih informacija o interesu ulagatelja, dok eventualno povezivanje interesa i sklapanje transakcija nije dio funkcionalnosti sustava. Nakon zatvaranja razdoblja aktivnosti se obustavljaju i eventualno ponovno organiziraju u nekom budućem terminu. Na taj način, višednevno trgovinsko razdoblje predstavlja kompromis između potpune nelikvidnosti privatnih transakcija i kontinuiranog trgovanja na burzi, omogućujući dovoljno vremena za sudjelovanje, ali zadržavajući strukturirani i kontrolirani karakter tržišta.



Praktični primjer

Prije otvaranja trgovinskog ciklusa, izdavatelj, u skladu s pravilima SPOT tržišta, priprema i stavlja na raspolaganje skup informacija relevantnih za potencijalne ulagatelje. Te informacije mogu uključivati financijske izvještaje, opis poslovnog modela, ključne rizike i planove razvoja društva, kao i podatke o planiranom opsegu potencijalnih prijenosa dionica. Informacije se ne objavljuju javno, već se putem sustava operatera distribuiraju isključivo ulagateljima koji ispunjavaju uvjete za sudjelovanje u konkretnom trgovinskom događaju.

Istodobno, izdavatelj i operater definiraju krug potencijalnih ulagatelja kojima će biti omogućen pristup tom trgovinskom ciklusu. U pravilu, to uključuje profesionalne ulagatelje i druge kvalificirane ulagatelje, pri čemu se struktura sudjelovanja prilagođava primjenjivim iznimkama od obveze objave prospekta.

Nakon što je trgovinsko razdoblje otvoreno, potencijalni kupci dostavljaju svoje indikativne kupovne interese putem sustava operatera ili preko posrednika, dok postojeći dioničari iskazuju svoje prodajne interese. Operater SPOT tržišta organizira prikupljanje i prikaz tih interesa u agregiranom i anonimiziranom obliku, tako da sudionici dobivaju uvid u ukupnu razinu ponude i potražnje, ali bez identifikacije pojedinačnih sudionika i bez uspostave izravne veze između pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa.

Sustav može prikazivati agregirane podatke o rasponima indikativnih cijena i volumena, čime se omogućuje transparentnije formiranje tržišnih očekivanja. Istodobno, SPOT tržište ne omogućuje uparivanje interesa, niti organizirano povezivanje pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa u svrhu sklapanja pojedinačne transakcije, te ne pruža funkcionalnosti namijenjene izvršenju naloga.

Uz prikaz tržišnih interesa, sustav može omogućiti komunikaciju između sudionika radi razmjene informacija i uspostave kontakta. Takva komunikacija nije strukturirana kao proces pregovaranja niti predstavlja mehanizam za usklađivanje uvjeta transakcije, već služi isključivo olakšavanju informiranog donošenja odluka i inicijalnog povezivanja sudionika.

U okviru jednog trgovinskog ciklusa, a izvan samog SPOT tržišta, može doći do nastanka jedne ili više transakcija, ali takve transakcije nisu rezultat funkcionalnosti samog sustava. One proizlaze iz odluka sudionika donesenih na temelju informacija i uvida stečenih tijekom ciklusa. Primjerice, *private equity* fond može procijeniti interes institucionalnih ulagatelja za veći paket dionica, dok se dio interesa može odnositi na više manjih ulagatelja.

Nakon završetka trgovinskog događaja, sudionici koji su tijekom ciklusa identificirali potencijalni međusobni interes mogu izvan sustava SPOT tržišta nastaviti komunikaciju, pregovarati o uvjetima i sklopiti transakciju. Sklapanje ugovora, određivanje konačnih uvjeta i prijenos vlasništva odvijaju se u cijelosti izvan sustava SPOT tržišta.

Uloga sustava pritom je ograničena na organizaciju tržišnog okruženja kroz prikupljanje i prikaz tržišnih interesa te olakšavanje inicijalnog kontakta između

sudionika, bez sudjelovanja u procesu njihova međusobnog povezivanja u konkretnu transakciju.

Takav model omogućuje jasno razdvajanje između:

- faze iskazivanja i strukturiranja tržišnih interesa unutar sustava, i
- faze pregovaranja, sklapanja i provedbe transakcije izvan sustava.

Time se osigurava da SPOT tržište zadržava obilježja organiziranog tržišnog okruženja, ali ne poprima funkcionalnosti sustava koji omogućuje interakciju kupovnih i prodajnih interesa u smislu njihova uparivanja i izvršenja.

Na ovaj način, postojeći dioničari, uključujući *private equity* fondove, dobivaju mogućnost postupnog i kontroliranog izlaska iz ulaganja, uz istodobno povećanje vidljivosti tržišnog interesa za predmetne dionice. SPOT tržište time omogućuje učinkovitije povezivanje tržišnih interesa i povećava vjerojatnost realizacije transakcija, uz zadržavanje jasnog razgraničenja između funkcije organizacije tržišta i sklapanja transakcija.

Operater SPOT tržišta uspostavlja i upravlja pravilima sustava, određuje uvjete za pristup izdavatelja i ulagatelja, organizira pojedine trgovinske događaje te osigurava infrastrukturu za dostavu i obradu interesa i informacija. Operater je dužan uspostaviti transparentna i nediskriminatorna pravila poslovanja, uključujući kriterije za prihvrat izdavatelja na SPOT tržište, pravila o pristupu ulagatelja, način organizacije trgovinskih ciklusa te mehanizme za sprječavanje i otkrivanje nepravilnosti u aktivnostima sudionika. Nad operaterom nadzor provodi Hanfa, kojoj se daje ovlast za donošenje detaljnijih pravila kojima se uređuju organizacijski, tehnički i nadzorni aspekti funkcioniranja SPOT tržišta.

SPOT režim također predviđa i poseban sustav informiranja ulagatelja koji zamjenjuje klasične obveze javne objave informacija karakteristične za uređena tržišta. Umjesto kontinuiranih obveza objavljivanja informacija široj javnosti, uvodi se model ciljane i standardizirane distribucije informacija svim sudionicima pojedinog trgovinskog događaja. U tom smislu, izdavatelji su obvezni, prije održavanja trgovinskog ciklusa, staviti na raspolaganje određeni skup osnovnih informacija koje su potrebne za donošenje investicijske odluke, dok dodatne informacije mogu biti dostavljene ovisno o zahtjevima operatera ili procjeni samog izdavatelja. Sve informacije koje se stavljaju na raspolaganje moraju biti dostupne svim potencijalnim sudionicima trgovinskog događaja pod jednakim uvjetima.

Uz sustav informiranja uspostavlja se i poseban režim odgovornosti za objavljene informacije, kojim se ulagateljima osigurava pravna zaštita u slučaju netočnih ili obmanjujućih podataka. U slučaju informacija koje su obvezne prema pravilima sustava, izdavatelj odgovara za štetu ako su te informacije bile netočne ili obmanjujuće, osim ako može dokazati da su odgovorne osobe postupale s dužnom pažnjom. Za dodatne informacije koje nisu obvezne, ali su ipak objavljene, odgovornost postoji u slučaju namjernog ili krajnje nepažljivog postupanja. Takav diferencirani pristup omogućuje razmjerno uređenje odgovornosti, vodeći računa o prirodi ovog tržišnog segmenta.

Sudionici SPOT tržišta i ograničenja pristupa

Pristup sudjelovanju na SPOT tržištu neuvrštenih dionica ograničen je na unaprijed definirane kategorije ulagatelja, pri čemu je oblikovanje tog kruga izravno povezano s potrebom osiguravanja usklađenosti s pravilima Europske unije koja uređuju javnu ponudu vrijednosnih papira, uz istodobno omogućavanje dovoljno širokog sudjelovanja kako bi sustav bio funkcionalan i relevantan.

U tom smislu, temeljnu skupinu sudionika čine profesionalni ulagatelji u smislu ZTK, odnosno kvalificirani ulagatelji u smislu Uredbe o prospektu. Budući da se stavljanje vrijednosnih papira na raspolaganje isključivo toj kategoriji ulagatelja izrijeком izuzima od obveze objave prospekta, omogućavanje njihovog sudjelovanja ne otvara regulatorna pitanja u pogledu primjene pravila iz Uredbe o prospektu i definicije javne ponude, te se takvo sudjelovanje smatra osnovnim i neupitnim elementom funkcioniranja SPOT tržišta.

Osim profesionalnih i kvalificiranih ulagatelja u užem smislu, predlaže se omogućiti sudjelovanje i određenim kategorijama ulagatelja koji, iako formalno mogu imati status malih ulagatelja prema ZTK, raspolazu odgovarajućim financijskim kapacitetom i iskustvom za ulaganje u rizičnije i manje likvidne instrumente. Riječ je osobito o ulagateljima koji ispunjavaju kriterije kvalificiranih ulagatelja prema propisima koji uređuju alternativne investicijske fondove, uključujući fizičke osobe visoke neto vrijednosti. Uključivanje te skupine ulagatelja važno je za osiguranje dovoljne dubine tržišta i poticanje razvoja investicijskog ekosustava u fazama rasta društava.

Međutim, za razliku od sudjelovanja profesionalnih ulagatelja, omogućavanje pristupa ovim kategorijama ulagatelja zahtijeva pažljivo normativno usklađenje s pravilima o javnoj ponudi vrijednosnih papira. Slijedom toga, SPOT tržište nije zamišljeno kao prostor u kojem bi se primjenom jedinstvenog režima zaobišla obveza izrade prospekta, već kao sustav u kojem se svako stavljanje dionica na raspolaganje ulagateljima mora odvijati unutar jedne od iznimaka predviđenih Uredbom o prospektu.

U praksi to znači da se sudjelovanje ulagatelja koji nemaju status kvalificiranih ulagatelja u smislu Uredbe o prospektu omogućuje isključivo u okviru pojedinih trgovinskih događaja na SPOT tržištu koji su strukturirani tako da ispunjavaju uvjete za primjenu jedne od iznimaka od obveze objave prospekta predviđenih tom Uredbom. Takav pristup pretpostavlja da svaki pojedini trgovinski ciklus predstavlja jasno definiranu i vremenski ograničenu ponudu u okviru koje operater i izdavalatelj unaprijed osiguravaju usklađenost s relevantnim pragovima i ograničenjima.

Prije svega, to uključuje mogućnost organiziranja trgovinskih događaja u kojima se ponuda upućuje isključivo ograničenom broju ulagatelja koji nisu kvalificirani ulagatelji, pri čemu njihov broj ne prelazi 150 osoba po državi članici, kako je predviđeno člankom 1. stavkom 4. točkom (b) Uredbe o prospektu. U praktičnom smislu, to znači da operater SPOT tržišta, u suradnji s izdavalateljem, unaprijed definira zatvoreni krug potencijalnih ulagatelja koji mogu sudjelovati u određenom

trgovinskom ciklusu, vodeći računa o tome da broj takvih ulagatelja ostane unutar propisanog limita. Primjerice, trgovinski događaj može biti organiziran kao poziv na sudjelovanje za unaprijed identificiranih 50 ili 100 potencijalnih ulagatelja visoke neto vrijednosti u Republici Hrvatskoj, pri čemu se pristup sustavu i informacijama omogućuje isključivo tim osobama.

Nadalje, trgovinski događaji mogu se strukturirati tako da minimalna vrijednost ulaganja po pojedinom ulagatelju iznosi najmanje 100.000 eura, odnosno da je pojedinačna nominalna vrijednost dionica najmanje 100.000 eura, u skladu s člankom 1. stavkom 4. točkama (c) i (d) Uredbe o prospektu. U praksi, to se može postići određivanjem minimalnog iznosa na koji se odnosi iskaz interesa ili minimalnog obuhvata sudjelovanja u trgovinskom ciklusu. Tako, primjerice, pravila pojedinog SPOT trgovinskog događaja mogu propisati da nijedan ulagatelj ne može sudjelovati s iznosom manjim od 100.000 eura, čime se automatski isključuje primjena obveze objave prospekta bez obzira na broj sudionika. Alternativno, izdavatelj može strukturirati svoje dionice ili pakete dionica tako da pojedina transakcijska jedinica doseže ili prelazi navedeni prag.

Dodatno, moguće je koristiti i iznimku koja se odnosi na ukupnu vrijednost ponude, u skladu s člankom 3. stavkom 2. Uredbe o prospektu, prema kojem države članice mogu izuzeti od obveze objave prospekta ponude čija ukupna vrijednost ne prelazi 12.000.000 eura u razdoblju od 12 mjeseci. U tom slučaju, trgovinski događaji na SPOT tržištu mogu biti strukturirani tako da ukupna vrijednost dionica koje se stavljaju na raspolaganje u okviru pojedinog ili više povezanih ciklusa ostaje ispod tog praga. Primjerice, izdavatelj može organizirati jednu ili više sekundarnih prijenosa postojećih dionica tijekom godine, pri čemu ukupna vrijednost svih takvih transakcija ostaje unutar navedenog limita, čime se izbjegava obveza izrade prospekta.

U praksi je moguće i kombinirati navedene iznimke, ovisno o strukturi pojedinog trgovinskog događaja. Tako se, primjerice, trgovinski ciklus može organizirati uz istodobno ograničenje na maksimalno 150 ulagatelja i minimalni iznos od 100.000 eura, ili pak uz ograničenje ukupne vrijednosti ispod nacionalnog praga, čime se dodatno učvršćuje pravna sigurnost modela. Operater SPOT tržišta i posrednici uključeni u provedbu aktivnosti imaju pritom dužnost osigurati da su svi relevantni uvjeti ispunjeni prije početka trgovinskog događaja, uključujući vođenje evidencija o broju i statusu ulagatelja, iznosima na koje se interesi odnose i ukupnoj vrijednosti ponude.

Na taj način SPOT tržište ne uspostavlja paralelni režim izvan sustava javnih ponuda, već djeluje unutar postojećeg regulatornog okvira, koristeći predviđene mehanizme izuzeća kako bi omogućilo funkcioniranje organiziranog sekundarnog tržišta. Time se osigurava potpuna usklađenost s pravom Europske unije, uz istodobno omogućavanje dovoljno fleksibilnog i tržišno relevantnog modela za uključivanje šireg kruga sofisticiranih ulagatelja.

Dodatno, pristup SPOT tržištu može biti omogućen i zaposlenicima izdavatelja te osobama koje su s njima povezane u okviru korporativne strukture, osobito u kontekstu programa nagrađivanja i sudjelovanja zaposlenika u vlasništvu društva. Takvi slučajevi, ovisno o svojoj pravnoj konfiguraciji, također se mogu podvesti

pod postojeće iznimke predviđene pravom Unije, uz uvjet da su ispunjeni odgovarajući kriteriji u pogledu opsega ponude i kruga adresata.

U svim slučajevima u kojima sudjeluju ulagatelji koji nemaju status profesionalnih ulagatelja, ključnu ulogu imaju operater SPOT tržišta i posrednici koji sudjeluju u zaprimanju i obradi naloga, jer su dužni osigurati da su ispunjeni uvjeti za primjenu odgovarajuće iznimke te da ulagatelji ispunjavaju propisane kriterije. To uključuje obvezu provjere statusa ulagatelja, uključujući pribavljanje odgovarajućih izjava ili potvrda, kao i osiguranje da su uvjeti pojedinog trgovinskog događaja strukturirani na način koji ne dovodi do nastanka obveze objave prospekta.

Takav pristup omogućuje uspostavu regulatorno održivog modela u kojem se dostupnost tržišta postupno proširuje izvan kruga isključivo profesionalnih ulagatelja, ali uz zadržavanje jasnih i provedivih ograničenja koja sprječavaju narušavanje sustava zaštite ulagatelja koji proizlazi iz prava Europske unije. Istodobno, time se stvara prostor za aktivnije sudjelovanje domaćih ulagatelja visoke neto vrijednosti i drugih sofisticiranih sudionika, što je od osobite važnosti za razvoj tržišta privatnog kapitala i osiguranje likvidnosti na SPOT tržištu.

U konačnici, definiranje kruga ulagatelja na SPOT tržištu temelji se na kombinaciji statusnih kriterija i strukturnih ograničenja same ponude, čime se postiže ravnoteža između regulatorne usklađenosti, zaštite ulagatelja i funkcionalnosti sustava.

SPOT tržište je po svojoj naravi sekundarni sustav, budući da je ograničeno na postojeće dionice, bez mogućnosti primarne emisije novih dionica putem samog sustava. Time se jasno razdvaja funkcija prikupljanja kapitala od funkcije omogućavanja likvidnosti za postojeće ulagatelje. Istodobno, postojanje organiziranog okvira za iskazivanje interesa može posredno olakšati buduće prikupljanje kapitala izvan samog sustava, jer povećava interes ulagatelja i povjerenje u vrednovanje društva.

U konačnici, SPOT tržište neuvrštenih dionica predstavlja strukturirani, ali funkcionalno ograničeni regulatorni okvir koji omogućuje organizirano iskazivanje i strukturiranje tržišnih interesa, uz jasno isključivanje funkcionalnosti koje bi dovele do sklapanja transakcija unutar sustava, s ciljem povećanja dostupnosti ulaganja u društva u fazi rasta te stvaranja postupnog prijelaza prema punoj integraciji u javna tržišta kapitala.

Komplementarnost SPOT tržišta i inicijalnih javnih ponuda (IPO)

Uvođenje SPOT tržišta neuvrštenih dionica ne predstavlja zamjenu za inicijalne javne ponude niti alternativu mjestima trgovanja, već uspostavu dodatnog infrastrukturnog sloja koji nadopunjuje postojeći sustav. Dva modela imaju različite funkcije, ciljne skupine i regulatorne ciljeve te djeluju u različitim fazama

životnog ciklusa društava, zbog čega ih je ispravno promatrati kao komplementarne, a ne konkurentne.

IPO predstavlja ključni mehanizam za prikupljanje novog kapitala kroz javnu ponudu, uz visok stupanj transparentnosti, kontinuirano trgovanje i širok pristup ulagateljima. Ulazak na uređeno tržište podrazumijeva ispunjavanje zahtjevnih standarda u pogledu objave informacija, korporativnog upravljanja i tržišne discipline, što je opravdano s obzirom na razinu zaštite ulagatelja i otvorenost tržišta. Međutim, upravo ti zahtjevi čine IPO prikladnim rješenjem prvenstveno za zrelija društva koja su sposobna održavati takav režim na kontinuiranoj osnovi.

S druge strane, SPOT tržište ne obavlja funkciju prikupljanja kapitala niti zamjenjuje proces javne ponude, već je ograničeno na stvaranje organiziranog okvira za iskazivanje interesa u odnosu na postojeće dionice. Njegova je svrha omogućiti djelomičnu likvidnost postojećim ulagateljima i istodobno otvoriti pristup ograničenom krugu sofisticiranih investitora, bez potrebe za ispunjavanjem svih zahtjeva koji prate status uvrštenog društva. Time SPOT tržište odgovara na potrebe društava i ulagatelja u fazama razvoja koje prethode izlasku na burzu, odnosno u "međufazi" između privatnog vlasništva i javnog tržišta.

Ključna poveznica između SPOT tržišta i IPO-ova očituje se u činjenici da SPOT ne smanjuje, već potencijalno povećava spremnost društava za izlazak na uređeno tržište. Sudjelovanjem u SPOT režimu društva postupno uvode interne procese vezane uz pripremu i distribuciju informacija ulagateljima, razvijaju odnose s investitorima te stječu iskustvo djelovanja u strukturiranom tržišnom okruženju. Na taj način SPOT tržište djeluje kao pripremna faza u kojoj se smanjuje jaz između poslovanja u privatnom okruženju i zahtjeva javnog tržišta.

Istodobno, za ulagatelje, postojanje organiziranog sustava za iskazivanje tržišnih interesa u odnosu na neuvrštenne dionice smanjuje percepciju nelikvidnosti kao jednog od ključnih rizika ulaganja u ranim fazama razvoja društava. Time se povećava spremnost za ulaganje u *private equity* i *venture capital* projekte, što posljedično dovodi do većeg broja društava koja u kasnijoj fazi razvoja mogu doseći razinu potrebnu za uspješan IPO. U tom smislu, SPOT tržište ne "preuzima" promet od javnih ponuda, već doprinosi jačanju tzv. IPO *pipeline*-a.

Važno je naglasiti i da su regulatorne granice između ova dva modela jasno razdvojene. SPOT tržište djeluje unutar postojećih iznimaka iz Uredbe o prospektu, uz ograničen pristup ulagateljima i bez kontinuiranog trgovanja i sklapanja transakcija unutar samog sustava, čime se izbjegava preklapanje s režimom javne ponude i tržišne infrastrukture u smislu propisa o tržištima financijskih instrumenata. Nasuprot tome, IPO podrazumijeva široku distribuciju vrijednosnih papira javnosti i trajno uvrštenje na uređeno tržište, uz sve pripadajuće obveze. Takva diferencijacija osigurava da SPOT tržište ne predstavlja regulatorni „*short-cut*“ prema javnom tržištu, već jasno odvojenom fazu s vlastitom svrhom.

Odnos između SPOT tržišta i IPO-a može se opisati kao odnos uzastopnih, a ne zamjenjivih faza razvoja tržišta kapitala. SPOT omogućuje organizirano i transparentnije iskazivanje interesa u fazi kada IPO još nije primjeren ili izvediv,

dok IPO ostaje ključni korak za društva koja žele pristup širokoj bazi ulagatelja i dugoročno tržišno financiranje. U tom smislu, jačanje SPOT segmenta ne smanjuje relevantnost uređenih tržišta, već doprinosi njihovoj budućoj likvidnosti i dubini kroz bolju pripremu izdavatelja i ulagatelja.

UK PISCES režim kao inspiracija za SPOT tržište

Predloženi model SPOT tržišta neuvrštenih dionica u značajnoj je mjeri inspiriran razvojem i regulatornim pristupom koji je razvijen u Ujedinjenoj Kraljevini kroz koncept Private Intermittent Securities and Capital Exchange System (PISCES). Riječ je o suvremenom regulatornom rješenju koje nastoji odgovoriti na strukturne promjene u odnosima između privatnih i javnih tržišta kapitala, osobito u pogledu sve duljeg zadržavanja društava izvan javnog tržišta i povećane potrebe za sekundarnom likvidnošću u okviru privatnih ulaganja.

U britanskom modelu polazi se od činjenice da postojeći regulatorni okvir ne prepoznaje adekvatno segment tržišta između bilateralnih, nestrukturiranih transakcija i potpuno razvijenih javnih tržišta s kontinuiranim trgovanjem. S ciljem premošćivanja tog jaza, razvijen je koncept organiziranog, ali povremenog sustava u kojem se u unaprijed određenim razdobljima prikupljaju i strukturiraju interesi kupnje i prodaje dionica privatnih društava. Upravo ta ideja organiziranog, ali funkcionalno ograničenog tržišnog okruženja predstavlja temeljnu inspiraciju za hrvatski SPOT model.

Pri preuzimanju tog koncepta u nacionalni pravni okvir bilo je nužno prilagoditi ga specifičnostima pravne stečevine Europske unije. Dok britanski model u određenoj mjeri odstupa od postojećih kategorija tržišne infrastrukture, hrvatsko rješenje polazi od pretpostavke da se novi režim mora uklopiti unutar važećih definicija i pravila, osobito onih propisanih MiFID II okvirom i Uredbom o prospektu. Slijedom toga, SPOT tržište ne uvodi novu kategoriju izvan sustava, već predstavlja pažljivo konstruiran oblik organiziranog sustava koji koristi postojeće regulatorne koncepte uz njihovu funkcionalnu prilagodbu.

Iz britanskog modela preuzeta je temeljna logika povremenih tržišnih ciklusa kao mehanizma koncentriranja interesa. Umjesto kontinuiranog trgovanja, koje podrazumijeva visoku razinu standardizacije i regulatornog opterećenja, model se temelji na organiziranju vremenski ograničenih razdoblja u kojima se okupljaju i strukturiraju tržišni interesi. Taj koncept omogućuje učinkovitije formiranje tržišnih očekivanja i veću informiranost sudionika u okolnostima u kojima kontinuirano tržište ne bi bilo održivo, što je osobito relevantno za dionice neuvrštenih društava.

Također je preuzeta i ključna ideja da izdavatelji zadrže određeni stupanj kontrole nad uvjetima pod kojima se njihovi vrijednosni papiri stavljaju na raspolaganje ulagateljima. U britanskom modelu to se očituje u mogućnosti određivanja vremena tržišnih ciklusa, kruga ulagatelja i načina distribucije informacija. U hrvatskom SPOT modelu ta je logika zadržana, ali normativno oblikovana na način

koji osigurava transparentnost, nediskriminaciju i regulatorni nadzor, osobito kroz ulogu operatera i Hanfe.

Jednako tako, SPOT tržište preuzima britanski pristup u pogledu informiranja ulagatelja, odnosno napuštanja modela potpune javne objave informacija u korist ciljanog i standardiziranog dostavljanja informacija sudionicima pojedinog trgovinskog događaja. Time se postiže ravnoteža između potrebe za informiranošću ulagatelja i izbjegavanja nerazmjernog regulatornog opterećenja za izdavatelje. Međutim, za razliku od britanskog sustava, u hrvatskom modelu posebna je pozornost posvećena usklađenju s pravilima o javnoj ponudi vrijednosnih papira, pri čemu se korištenje SPOT tržišta uvjetuje primjenom odgovarajućih iznimaka iz Uredbe o prospektu.

Dodatno, britanski model naglašava važnost operatera kao središnje točke organizacije tržišnih ciklusa i upravljanja pravilima sustava. Taj koncept je u cijelosti prenesen u hrvatski model, pri čemu je njegova uloga jasno ograničena na organizaciju, upravljanje pravilima i osiguravanje transparentnosti sustava, bez sudjelovanja u povezivanju interesa ili sklapanju transakcija između sudionika. Na taj se način omogućuje funkcionalnost potrebna za organizaciju tržišta, uz istodobno očuvanje regulatornih granica koje proizlaze iz prava Europske unije.

U konačnici, može se zaključiti da SPOT tržište predstavlja prilagođenu implementaciju britanskog PISCES koncepta, pri čemu je njegova ključna vrijednost u prenošenju temeljne ideje stvaranja međurazine između privatnih i javnih tržišta kapitala. Istodobno, model je razvijen tako da u potpunosti uvažava ograničenja i zahtjeve pravnog okvira Europske unije, osobito u pogledu izostanka funkcionalnosti koje bi dovele do kvalifikacije sustava kao multilateralne trgovinske platforme, čime se osigurava njegova dugoročna održivost i pravna sigurnost.

Ilustracija potencijalnog nacrtu odredbi ZTK

Ako bi se uvodila ovakva zakonska mogućnost, odredbe o SPOT tržištu je moguće uključiti unutar Glave III, Poglavlja VII ZTK, u novom Odjeljku 3. (iza odredbi o MTP-u i OTP-u).

POGLAVLJE VII.

Odjeljak 3.

Pojmovi

Članak 354.a

(1) Pojedini pojmovi u ovom dijelu Zakona imaju sljedeće značenje:

1. „financijski posrednik“ je investicijsko društvo ili kreditna institucija koja ima odobrenje za pružanje investicijskih usluga u skladu s ovim Zakonom;
2. „povremeno trgovanje“ znači trgovanje koje se odvija neredovito, rijetko i u unaprijed određenim, vremenski ograničenim razdobljima;
3. „trgovanje na SPOT tržištu“ znači sudjelovanje u trgovinskom ciklusu kroz iskazivanje i prikaz kupovnih i prodajnih interesa, bez uparivanja interesa i sklapanja transakcija unutar sustava.
4. „trgovinski ciklus“ je unaprijed određeno vremenski ograničeno razdoblje u kojem je omogućeno trgovanje dionicama na SPOT tržištu;
5. „nalog“ je neobvezujući iskaz interesa za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta koji sam po sebi ne predstavlja ponudu niti prihvrat ponude i ne dovodi do sklapanja transakcije,
6. „MiFIR“ je Uredba (EU) 600/2014 o tržištima financijskih instrumenata,
7. „multilateralni sustav“ ima značenje iz članka 2. stavka 1. točke 11. MiFIR-a;
8. „SPOT tržište“ je sustav za prikaz i organizaciju tržišnih interesa iz članka 354.b ovoga Zakona;
9. „pravila SPOT tržišta“ su pravila koja donosi operater SPOT tržišta, uz suglasnost Agencije kada je to propisano ovim Zakonom ili podzakonskim aktima;
10. „SPOT društvo“ je trgovačko društvo za čije se dionice na SPOT tržištu iskazuju kupovni i prodajni interesi;
11. „sustav objave SPOT tržišta“ su organizirani mehanizmi koje uspostavlja operater radi stavljanja informacija na raspolaganje ulagateljima koji sudjeluju u pojedinom trgovinskom ciklusu;
12. „operater SPOT tržišta“ je osoba koja ima odobrenje Agencije za upravljanje SPOT tržištem u skladu s člankom 354.h ovoga Zakona;

13. „SPOT dionica“ je dionica u odnosu na koju se iskazuju kupovni i prodajni interesi na SPOT tržištu;

14. „SPOT izjava“ je informacija ili skup informacija koje SPOT društvo objavljuje putem sustava objave SPOT tržišta u vezi s trgovanjem njegovim dionicama;

15. „povezana osoba SPOT društva“ je fizička osoba koja:

a) je član uprave, nadzornog odbora ili zaposlenik SPOT društva ili društva u njegovoj grupi, ili

b) pruža usluge SPOT društvu na temelju ugovornog odnosa, uključujući savjetodavne ili upravljačke usluge;

(2) Ostali pojmovi u smislu ovog odjeljka Zakona imaju istovjetno značenje kao pojmovi upotrijebljeni u članku 3. ovoga Zakona.

Uspostava i rad SPOT tržišta

Članak 354.b

(1) SPOT tržište neuvrštenih dionica jest sustav za prikaz i organizaciju tržišnih interesa koji:

a) služi organiziranju tržišnog okruženja za dionice izdavatelja čije dionice nisu uvrštene na uređeno tržište ili multilateralnu trgovinsku platformu, putem unaprijed određenih, vremenski ograničenih razdoblja (trgovinskih ciklusa),

b) omogućuje sudionicima iskazivanje kupovnih i prodajnih interesa u vezi s dionicama iz točke (a), uključujući količinske i indikativne cjenovne parametre, te uvid u agregirane i anonimizirane podatke o ponudi i potražnji,

c) omogućuje izdavatelju čijim se dionicama trguje na SPOT tržištu da, u skladu s pravilima operatera i odredbama ovoga Zakona, odredi najmanje jednu od sljedećih stavki:

i. vrijeme ili razdoblje u kojem se provodi trgovinski ciklus,

ii. osobe ili kategorije osoba koje mogu sudjelovati u pojedinom ciklusu,

iii. uvjete i ograničenja sudjelovanja, uključujući indikativne cjenovne ili količinske parametre,

iv. osobe ili kategorije osoba kojima se stavljaju na raspolaganje informacije o izdavatelju,

d) omogućuje izradu i prikaz agregiranih i anonimiziranih pokazatelja tržišnih interesa bez identifikacije pojedinačnih sudionika i bez uspostave izravne veze između pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa,

e) aktivnosti u okviru SPOT tržišta ograničene su na iskazivanje i prikaz interesa te ne uključuju uspostavu pravnog odnosa između sudionika.

(2) U okviru SPOT tržišta:

- a) iskazani kupovni i prodajni interesi ne smatraju se ponudom ili prihvatom ponude u smislu propisa koji uređuju obvezne odnose,
- b) pravila SPOT tržišta ne uređuju niti osiguravaju automatizirano ili organizirano uparivanje pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa,
- c) pravila SPOT tržišta ne uređuju niti osiguravaju organizirano ili sustavno pregovaranje unutar sustava niti određivanje uvjeta pojedinačnih transakcija unutar sustava,
- d) operater SPOT tržišta ne donosi odluke koje bi za posljedicu imale povezivanje pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa, određivanje uvjeta ili izvršenje pojedinačnih transakcija između sudionika.

(3) SPOT tržište može omogućiti komunikaciju između sudionika u svrhu razmjene informacija i uspostave kontakta, pod uvjetom da sustav ne organizira niti ne podržava povezivanje pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa u svrhu sklapanja pojedinačne transakcije.

(4) Sustav SPOT tržišta ne smije:

- a) pružati funkcionalnosti namijenjene uparivanju kupovnih i prodajnih interesa ili sklapanju transakcija,
- b) pružati funkcionalnosti posebno namijenjene pregovaranju, usklađivanju uvjeta ili izvršenju pojedinačnih transakcija,
- c) prikazivati informacije ili koristiti funkcionalnosti na način koji sudionicima sugerira konkretne druge ugovorne strane za pojedinačne transakcije.

(5) Sudionici mogu, na temelju informacija i kontakata ostvarenih putem SPOT tržišta, izvan sustava samostalno pregovarati, dogovoriti uvjete i sklopiti transakciju, pri čemu SPOT tržište ne sudjeluje u tim aktivnostima.

(6) SPOT tržište ne predstavlja uređeno tržište ni multilateralnu trgovinsku platformu u smislu propisa kojima se uređuju tržišta financijskih instrumenata, već poseban oblik organiziranog tržišnog okruženja za iskazivanje i strukturiranje tržišnih interesa.

(7) Ukupni opseg i učestalost aktivnosti na SPOT tržištu moraju biti ograničeni na način da:

- a) se trgovinski ciklusi za pojedinu dionicu održavaju ograničeni broj puta godišnje,
- b) između ciklusa postoji razuman vremenski razmak,
- c) intenzitet aktivnosti ne dovodi do stvaranja kontinuiranog tržišta.

(8) Nadležno tijelo za uspostavu, odobravanje i nadzor nad radom SPOT tržišta je Agencija.

Operater SPOT tržišta

Članak 354.c

(1) Zahtjev za izdavanje odobrenja za upravljanje SPOT tržištem može podnijeti:

a) uređeno tržište sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, ili

b) investicijsko društvo ili kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje posjeduje odobrenje za pružanje najmanje jedne od sljedećih investicijskih usluga:

- zaprimanje i prijenos naloga u vezi s financijskim instrumentima i izvršenje naloga za račun klijenata, te pokroviteljstvo i/ili usluge provedbe ponude financijskih instrumenata uz obvezu otkupa ili usluge provedbe ponude odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa
- upravljanje multilateralnom trgovinskom platformom,
- upravljanje organiziranom trgovinskom platformom.

(2) Operater SPOT tržišta mora ispunjavati organizacijske, tehničke i upravljačke zahtjeve propisane ovim Zakonom i podzakonskim aktima Agencije iz članka 354.n ovoga Zakona.

(3) Operater SPOT tržišta odgovoran je za:

- uspostavu i vođenje sustava organiziranja trgovinskih ciklusa i prikaza tržišnih interesa,
- donošenje i provedbu pravila SPOT tržišta,
- nadzor nad aktivnostima sudionika i sprječavanje zlouporaba,
- uspostavu sustava objave informacija.

(4) Radi osiguranja usklađenosti s ovim Zakonom, operater SPOT tržišta dužan je, prilikom podnošenja zahtjeva za izdavanje odobrenja za upravljanje SPOT tržištem te tijekom njegova poslovanja, na zahtjev Agencije dostaviti obrazloženo očitovanje kojim:

a) pojašnjava razloge zbog kojih se SPOT tržište, uzimajući u obzir njegovu strukturu, način organizacije tržišnih ciklusa, način iskazivanja i prikaza interesa te ograničenja u pogledu funkcionalnosti sustava, ne može smatrati uređenim tržištem ili multilateralnom trgovinskom platformom u smislu ovoga Zakona,

b) obrazlaže način na koji pravila SPOT tržišta osiguravaju da sustav ne omogućuje organizirano ili sustavno pregovaranje niti određivanje uvjeta transakcija unutar sustava.

(5) Agencija je ovlaštena, u okviru svojih nadzornih ovlasti:

a) kontinuirano pratiti način na koji operater SPOT tržišta primjenjuje pravila SPOT tržišta, osobito u dijelu koji se odnosi na iskazivanje i prikaz interesa te izbjegavanje funkcionalnosti koje bi mogle dovesti do njihovog povezivanja ili organizirane interakcije u svrhu sklapanja transakcije,

b) zahtijevati izmjene pravila SPOT tržišta ili operativnog modela ako utvrdi da postoji rizik da bi se SPOT tržište moglo smatrati uređenim tržištem ili multilateralnom trgovinskom platformom u smislu ovoga Zakona,

c) poduzeti mjere u skladu s ovim Zakonom radi zaštite ulagatelja i osiguranja urednog funkcioniranja tržišta.

(6) Operater SPOT tržišta dužan je bez odgode obavijestiti Agenciju o svakoj planiranoj ili provedenoj promjeni u strukturi ili načinu funkcioniranja SPOT tržišta koja može utjecati na njegovu pravnu kvalifikaciju u smislu stavka 4. ovoga članka.

(7) Upravljanje SPOT tržištem smatra se dopuštenom dodatnom djelatnošću investicijskih društava u smislu članka 38. stavka 2. točke 2. ovoga Zakona, koja ne predstavlja investicijsku uslugu ili investicijsku aktivnost u smislu ovoga Zakona.

(8) Obavljanje djelatnosti iz stavka 7. ovoga članka ne utječe na obvezu investicijskih društava da postupaju u skladu s organizacijskim i drugim zahtjevima propisanim ovim Zakonom kada sudjeluju u trgovanju na SPOT tržištu ili pružaju investicijske usluge povezane s tim trgovanjem.

Sudionici SPOT tržišta

Članak 354.d

(1) Na SPOT tržištu mogu sudjelovati:

a) SPOT društva,

b) osobe koje su imatelji SPOT dionica ili imaju pravo steći SPOT dionice,

c) ulagatelji iz članka 354.e,

d) financijski posrednici,

e) druge osobe koje sudjeluju u aktivnostima na SPOT tržištu, određene pravilima SPOT tržišta.

(2) Dionice kojima se trguje na SPOT tržištu smiju biti samo dionice izdavatelja koje nisu uvrštene na uređeno tržište ili multilateralnu trgovinsku platformu u Republici Hrvatskoj ili drugoj državi članici.

(3) Dionice kojima se trguje na SPOT tržištu smiju biti samo već izdane dionice SPOT društva.

Ulagatelji na SPOT tržištu

Članak 354.e

(1) Na SPOT tržištu mogu sudjelovati sljedeće kategorije ulagatelja:

a) profesionalni ulagatelji u smislu ovoga Zakona,

b) kvalificirani ulagatelji u smislu propisa koji uređuju alternativne investicijske fondove,

c) povezane osobe SPOT društva iz članka 354.a stavka 1. točke 12. ovoga Zakona.

(2) Na SPOT tržištu ne mogu sudjelovati ulagatelji koji ne spadaju u jednu od kategorija iz stavka 1. ovoga članka.

(3) U slučaju sudjelovanja ulagatelja iz stavka 1. točke (b) i (c), sudjelovanje u SPOT tržištu i aktivnosti povezane s iskazivanjem interesa moraju biti strukturirani na način da ispunjavaju uvjete izuzeća od obveze objave prospekta, sukladno Uredbi (EU) 2017/1129.

(4) Operater SPOT tržišta i financijski posrednici dužni su osigurati da ulagatelji koji sudjeluju na SPOT tržištu ispunjavaju uvjete iz ovoga članka.

Provjera ispunjavanja uvjeta ulagatelja

Članak 354.f

(1) Financijski posrednik ne smije zaprimiti niti proslijediti nalog za kupnju SPOT dionice za račun klijenta, bilo izravno ili putem skrbnika, zastupnika ili druge osobe koja drži financijske instrumente za račun klijenta, osim ako:

a) je klijent jedna od osoba iz članka 354.e stavka 1. ovoga Zakona, ili

b) financijski posrednik ima razumno uvjerenje da će klijent, neposredno prije sklapanja eventualne transakcije koja proizlazi iz iskazanog interesa, ispunjavati uvjete iz članka 354.e ovoga Zakona.

(2) Kada financijski posrednik zaprimi nalog za kupnju SPOT dionice od druge osobe koja postupa u ime ili za račun klijenta, obveza iz stavka 1. ovoga članka primjenjuje se kao da financijski posrednik posluje izravno s tim klijentom.

(3) Odredbe ovoga članka primjenjuju se na odgovarajući način i na operatera SPOT tržišta kada omogućuje izravno zaprimanje naloga koji predstavljaju iskaz interesa, bez sudjelovanja financijskog posrednika.

(4) Financijski posrednik i operater SPOT tržišta dužni su uspostaviti i provoditi postupke za provjeru ispunjavanja uvjeta ulagatelja iz članka 354.e ovoga Zakona.

(5) Nalog iz ovoga članka predstavlja neobvezujući iskaz interesa za kupnju ili prodaju SPOT dionica te sam po sebi ne dovodi do sklapanja transakcije.

Zabrana trgovanja vlastitim dionicama

Članak 354.g

(1) Financijski posrednik ne smije zaprimiti niti proslijediti nalog čiji bi ishod imao za posljedicu da SPOT društvo kupuje ili prodaje vlastite dionice.

(2) Operater SPOT tržišta ne smije omogućiti niti organizirati iskazivanje interesa, njihovo povezivanje ili bilo koju drugu aktivnost koja bi dovela do sklapanja transakcije kojom SPOT društvo kupuje ili prodaje vlastite dionice.

Zahtjev za izdavanje odobrenja

Članak 354.h

(1) Zahtjev za izdavanje odobrenja za upravljanje SPOT tržištem podnosi se Agenciji.

(2) Zahtjev iz stavka 1. ovoga članka mora sadržavati, odnosno biti popraćen, svim informacijama koje Agencija može zahtijevati radi odlučivanja o zahtjevu.

(3) Informacije iz stavka 2. ovoga članka osobito uključuju:

a) opis operativnog modela SPOT tržišta, uključujući opis sustava organiziranja trgovinskih ciklusa, iskazivanja i prikaza tržišnih interesa,

b) predloženu učestalost i trajanje trgovinskih ciklusa,

c) opis ograničenja sudjelovanja i iskazivanja interesa koja SPOT društva mogu određivati u skladu s člankom 354.b stavkom 1. točkom c) ovoga Zakona,

d) uvjete koje SPOT društva moraju ispuniti prije uključivanja njihovih dionica u trgovanje na SPOT tržištu, odnosno uvjete i postupak uključivanja i isključenja dionica iz trgovanja na SPOT tržištu,

e) opis sustava objave SPOT tržišta i pravila dostavljanja informacija ulagateljima, kao i način nadzora nad tim sustavom,

f) opis mehanizama za otkrivanje i sprječavanje zlouporaba tržišta,

g) procjenu rizika povezanu s predloženim operativnim modelom,

h) obrazloženje poslovnog modela i svrhe uspostave SPOT tržišta,

i) opis načina na koji će podnositelj zahtjeva ispunjavati obveze propisane ovim Zakonom i podzakonskim aktima.

(4) Agencija može, nakon zaprimanja zahtjeva, a prije donošenja odluke o zahtjevu podnositelja, zatražiti od podnositelja dodatne informacije koje smatra potrebnima za odlučivanje.

Odluka o zahtjevu za izdavanje odobrenja

Članak 354.i

(1) Agencija rješenjem odlučuje o zahtjevu za izdavanje odobrenja za upravljanje SPOT tržištem.

(2) Agencija može:

- a) izdati odobrenje,
- b) izdati odobrenje uz uvjete, ograničenja ili druge mjere koje smatra potrebnima,
- c) odbiti zahtjev.

(3) Agencija je dužna pisanim putem obavijestiti podnositelja zahtjeva o svojoj odluci, uz navođenje:

- a) razloga odluke,
- b) svih uvjeta, ograničenja ili mjera iz stavka 2. točke b) ovoga članka.

(4) Operater SPOT tržišta dužan je javno objaviti osnovne informacije o odobrenju, uključujući opseg odobrenja te sve uvjete i ograničenja iz stavka 2. ovoga članka.

(5) Smatra se da operater SPOT tržišta krši odredbe ovoga Zakona ako upravlja SPOT tržištem protivno uvjetima, ograničenjima ili mjerama koje je odredila Agencija.

Izmjena, ograničenje i opoziv odobrenja

Članak 354.j

(1) Agencija može, po službenoj dužnosti ili na zahtjev operatera SPOT tržišta, izmijeniti, ograničiti ili opozvati izdano odobrenje ako:

- a) operater SPOT tržišta ne posluje u skladu s uvjetima odobrenja ili odredbama ovoga Zakona,
- b) je to potrebno radi zaštite ulagatelja, urednog funkcioniranja tržišta ili sprječavanja zlouporaba.

(2) Prije donošenja odluke iz stavka 1. ovoga članka Agencija će operateru omogućiti očitovanje, osim ako hitnost slučaja zahtijeva drukčije postupanje.

(3) Rješenje Agencije iz stavka 1. ovoga članka mora sadržavati razloge i odrediti datum od kojeg proizvodi učinke.

Objava informacija na SPOT tržištu

Članak 354.k

(1) SPOT društvo dužno je, za potrebe sudjelovanja u trgovinskim ciklusima na SPOT tržištu, putem sustava objave SPOT tržišta objaviti informacije relevantne za donošenje investicijskih odluka ulagatelja koji sudjeluju u pojedinom trgovinskom ciklusu na temelju iskazanih interesa.

(2) Informacije iz stavka 1. ovoga članka objavljuju se isključivo putem sustava objave SPOT tržišta i stavljaju se na raspolaganje ulagateljima kojima je omogućen pristup određenom trgovinskom ciklusu.

(3) Operater SPOT tržišta dužan je osigurati da:

- a) sve osobe koje sudjeluju u istom trgovinskom ciklusu imaju jednak pristup informacijama,
- b) informacije budu dostupne u dovoljnom vremenskom razdoblju prije početka i tijekom trajanja trgovinskog ciklusa,
- c) sustav objave SPOT tržišta funkcionira na pouzdan i siguran način.

(4) Pravila SPOT tržišta moraju propisivati:

- a) vrste informacija koje SPOT društvo mora objaviti,
- b) rokove i način objave,
- c) standarde točnosti, potpunosti i jasnoće informacija,
- d) postupke ispravka i dopune objavljenih informacija.

(5) Informacije koje se objavljuju putem sustava objave SPOT tržišta ne smatraju se javnom objavom u smislu propisa koji uređuju javnu ponudu vrijednosnih papira, pod uvjetom da su ispunjeni uvjeti iz članka 354.e ovoga Zakona.

SPOT izjava i odgovornost za informacije

Članak 354.l

(1) SPOT društvo odgovorno je za štetu koju pretrpi osoba koja:

- a) kupi, proda ili nastavi držati SPOT dionice tog društva, i
- b) pretrpi gubitak kao posljedicu:

i. netočne ili obmanjujuće informacije sadržane u SPOT izjavi, ili

ii. izostavljanja informacije koju je, sukladno pravilima SPOT tržišta, bilo potrebno uključiti u SPOT izjavu.

(2) Smatrat će se da je do izostavljanja informacije iz stavka 1. točke b) podtočke ii. došlo i kada SPOT izjava ne sadrži informaciju o nepostojanju određene činjenice, ako je takva informacija prema pravilima SPOT tržišta trebala biti navedena.

(3) Ne smatra se da je osoba pretrpjela štetu u smislu ovoga članka, osim ako dokaže da:

- a) se oslonila na predmetnu informaciju, i
- b) je u trenutku donošenja odluke bilo razumno osloniti se na tu informaciju.

Isključenje i ograničenje odgovornosti

Članak 354.m

(1) SPOT društvo neće odgovarati za štetu iz članka 354.I ovoga Zakona ako dokaže da su osobe odgovorne za sastavljanje SPOT izjave:

- a) u trenutku objave razumno vjerovala da su informacije istinite i potpune, uz provedbu odgovarajuće provjere, i
- b) nastavile imati to uvjerenje tijekom razdoblja u kojem se ulagač mogao osloniti na te informacije, ili
- c) su, bez odgađanja, poduzele razumne mjere kako bi ispravak ili dopuna informacija bila dostupna ulagateljima.

(2) Kada SPOT izjava sadrži informaciju koja se temelji na mišljenju stručnjaka, SPOT društvo neće odgovarati za štetu ako dokaže da je:

- a) opravdano smatralo da je stručnjak kompetentan,
- b) dobilo njegovu suglasnost za korištenje informacije,
- c) poduzelo razumne mjere provjere.

(3) SPOT društvo ne odgovara za štetu koja proizlazi iz izjava koje se odnose na buduće okolnosti ili procjene, osim ako je dokazano da su:

- a) informacije bile svjesno netočne ili obmanjujuće, ili
- b) izostavljene s namjerom prikrivanja bitnih činjenica.

(4) SPOT društvo ne odgovara za štetu uzrokovanu informacijama koje potječu od tijela javne vlasti, ako su te informacije vjerno prenesene.

(5) Osim odgovornosti iz članka 354.I ovoga Zakona, SPOT društvo ne odgovara za štetu koja bi proizlazila iz SPOT izjave prema drugim osnovama građanskopravne odgovornosti, osim ako posebnim propisom nije drukčije određeno.

Ovlasti Agencije za donošenje pravila i provedbu SPOT režima

Članak 354.n

(1) Agencija je ovlaštena pravilnikom detaljnije urediti područja navedena u stavku 2. ovoga članka, radi provedbe ovoga Odjeljka Zakona.

(2) Podzakonskim aktima iz stavka 1. ovoga članka Agencija osobito uređuje:

- a) uvjete i postupak izdavanja odobrenja za upravljanje SPOT tržištem,
- b) organizacijske, tehničke i kadrovske zahtjeve za operatera SPOT tržišta,
- c) pravila uspostave, organizacije i funkcioniranja SPOT tržišta, uključujući:
 - način prikaza i dostupnosti tržišnih interesa,
 - organizaciju komunikacije između sudionika,
 - tehnička i funkcionalna ograničenja sustava kako bi se osiguralo da sustav:

- ne omogućuje uparivanje interesa niti sklapanje transakcija unutar sustava,
 - ne organizira niti podržava povezivanje pojedinačnih kupovnih i prodajnih interesa u svrhu sklapanja pojedinačne transakcije,
 - ne pruža funkcionalnosti posebno namijenjene organiziranom pregovaranju, usklađivanju uvjeta ili izvršenju pojedinačnih transakcija,
- mjere za sprječavanje uspostave funkcionalnosti koje bi sustav pretvorile u multilateralni sustav u smislu propisa o tržištima financijskih instrumenata,
- d) pravila provedbe i nadzora trgovinskih ciklusa, uključujući njihovu učestalost, trajanje i način provedbe, kao i eventualna ograničenja u pogledu intenziteta i načina iskazivanja interesa,
- e) sadržaj, način i rokove dostave i dostupnosti informacija putem SPOT tržišta,
- f) obvezne elemente informacija koje izdavatelji stavljaju na raspolaganje sudionicima te standarde njihove točnosti, potpunosti i razumljivosti,
- g) postupke ispravka, dopune i povlačenja informacija,
- h) mjere za sprječavanje, otkrivanje i sankcioniranje zlouporaba tržišta na SPOT tržištu,
- i) pravila o pristupu SPOT tržištu i kategorijama sudionika,
- j) obveze financijskih posrednika u vezi s provjerom ulagatelja,
- k) postupke i način vođenja evidencija o aktivnostima i sudionicima,
- l) obveze izvještavanja Agencije od strane operatera SPOT tržišta i drugih sudionika.
- (3) Agencija može, kada je to potrebno radi osiguranja učinkovitog i razmjernog funkcioniranja SPOT tržišta:
- a) propisati da se pojedine odredbe ovoga Zakona ili pravilnika primjenjuju uz prilagodbe,
- b) odrediti način njihove primjene uz izmjene koje proizlaze iz posebne prirode SPOT tržišta.
- (4) Agencija može, pojedinačnim rješenjem, za određeni SPOT sustav ili određenu kategoriju sudionika:
- a) izuzeti od primjene pojedine zahtjeve propisane podzakonskim aktima, ili
- b) odobriti njihovu primjenu uz izmjene, ako time nije ugrožena zaštita ulagatelja niti uredno funkcioniranje tržišta.
- (5) Rješenje Agencije iz stavka 4. ovoga članka može se donijeti uz uvjete te se može izmijeniti ili ukinuti.

Nadzor nad SPOT tržištem

Članak 354.o

(1) Agencija provodi nadzor nad:

- a) operaterima SPOT tržišta,
- b) SPOT društvima,
- c) financijskim posrednicima i
- d) drugim osobama koje sudjeluju u trgovanju ili povezanim aktivnostima na SPOT tržištu.

(2) U svrhu provedbe nadzora Agencija može zahtijevati od osoba iz stavka 1. ovoga članka:

- a) dostavu informacija, podataka i dokumentacije,
- b) pristup evidencijama i sustavima povezanim s funkcioniranjem SPOT tržišta i iskazivanjem interesa,
- c) izvješća o pojedinim aktivnostima ili transakcijama.

(3) Agencija može, radi zaštite ulagatelja, osiguranja urednog funkcioniranja SPOT tržišta ili sprječavanja zlouporaba:

- a) naložiti operateru SPOT tržišta ili drugoj osobi poduzimanje određenih radnji,
- b) zabraniti ili ograničiti provođenje pojedinih aktivnosti,
- c) naložiti izmjene pravila SPOT tržišta ili pojedinih postupaka, osobito ako je to potrebno kako bi se spriječilo da aktivnosti u okviru SPOT tržišta poprime obilježja multilateralnog sustava,
- d) privremeno obustaviti provođenje pojedinog trgovinskog ciklusa ili iskazivanja interesa kod određenih dionica.

(4) Agencija može objaviti:

- a) informacije o operaterima SPOT tržišta i njihovim odobrenjima,
- b) upozorenja ili druge informacije važne za zaštitu ulagatelja,
- c) druge podatke relevantne za funkcioniranje SPOT tržišta.

(5) Osobe iz stavka 1. ovoga članka dužne su surađivati s Agencijom i postupati po njezinim zahtjevima i nalogima.

(6) Na postupak nadzora i ovlasti Agencije nad subjektima nadzora iz stavka 1. ovoga članka, na odgovarajući se način primjenjuju odredbe dijela šestog ovoga Zakona.

Mjere i sankcije**Članak 354.p**

(1) Ako Agencija utvrdi da je došlo do povrede odredbi ovoga Odjeljka Zakona ili podzakonskih akata donesenih na temelju njega, može poduzeti jednu ili više sljedećih mjera:

- a) izdati upozorenje ili opomenu,
- b) naložiti uklanjanje utvrđenih nepravilnosti u određenom roku,
- c) ograničiti ili zabraniti pojedine aktivnosti vezane uz SPOT tržište,
- d) privremeno ili trajno oduzeti odobrenje operateru SPOT tržišta,
- e) izreći druge nadzorne mjere u skladu s ovim Zakonom.

(2) Na postupak izricanja i objave mjera, te opseg i vrstu mjera koje Agencija može izreći subjektima nadzora iz stavka 1. ovoga članka, na odgovarajući se način primjenjuju odredbe dijela šestog ovoga Zakona.

(3) Izricanje mjera iz stavka 1. ovoga članka ne dovodi u pitanje prekršajnu ili drugu odgovornost propisanu ovim Zakonom ili drugim propisima.

Prilog - Upitnik u vezi prijedloga uspostave SPOT tržišta neuvrštenih dionica

Uvod

Pozivamo sve zainteresirane dionike tržišta kapitala da dostave svoja mišljenja, prijedloge i komentare na prijedlog uspostave SPOT tržišta neuvrštenih dionica.

Naročito su dobrodošla očitovanja:

- *venture capital* i *private equity* industrije,
- investicijskih društava,
- kreditnih institucija,
- ulagatelja,
- odvjetničkih društava,
- akademske zajednice,
- strukovnih udruženja i drugih zainteresiranih osoba.

Sudionici mogu odgovoriti na sva ili samo na pojedina pitanja.

I. Potreba za uspostavom SPOT tržišta

1. Smatrate li da na hrvatskom tržištu kapitala postoji potreba za organiziranim sustavom koji omogućuje strukturirano iskazivanje interesa za kupnju i prodaju neuvrštenih dionica?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

2. U kojoj mjeri se slažete s ocjenom da trenutno postoji nedostatak likvidnosti i izlaznih mehanizama za ulagatelje u neuvrštena društva?

☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ☐ 4 ☐ 5

(1 = uopće se ne slažem, 5 = u potpunosti se slažem)

Komentar:

3. Koje probleme postojećeg tržišnog okruženja smatrate najvažnijima?

- ☐ nedostatak sekundarne likvidnosti
- ☐ otežan izlazak VC/PE ulagatelja
- ☐ nedostatak transparentnosti
- ☐ otežan pristup novim ulagateljima
- ☐ regulatorni jaz između privatnih i javnih tržišta
- ☐ drugo

Komentar:

II. Koncept i organizacija SPOT tržišta

4. Smatrate li primjerenim da se aktivnosti na SPOT tržištu odvijaju kroz povremene trgovinske cikluse umjesto kroz kontinuirano trgovanje?

- ☐ Da
- ☐ Ne
- ☐ Djelomično

Komentar:

5. Kolika bi prema Vašem mišljenju trebala biti učestalost trgovinskih ciklusa?

- ☐ mjesečno
- ☐ tromjesečno
- ☐ polugodišnje
- ☐ godišnje
- ☐ prema potrebi izdavatelja

☐ drugo

Komentar:

6. Jesu li predložene funkcionalnosti sustava dovoljne za ostvarenje njegove svrhe?

Posebno uzimajući u obzir da:

- ne dolazi do uparivanja interesa,
- ne dolazi do sklapanja transakcija unutar sustava,
- sustav služi isključivo iskazivanju i prikazu interesa.

☐ Da

☐ Ne

Komentar:

7. Postoje li dodatne funkcionalnosti koje bi bilo korisno omogućiti, a koje pritom ne bi dovele do kvalifikacije sustava kao multilateralne trgovinske platforme?

☐ Da

☐ Ne

Komentar:

III. Sudionici tržišta

8. Smatrate li primjerenim predloženi krug ulagatelja kojima bi bio omogućen pristup SPOT tržištu?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

9. Treba li omogućiti pristup dodatnim kategorijama ulagatelja?

☐ Da

☐ Ne

Ako je odgovor da, molimo navedite kojim kategorijama i pod kojim uvjetima?

Komentar:

IV. Informacije dostupne ulagateljima

10. Jesu li predložene obveze informiranja SPOT društava dovoljne za donošenje informiranih investicijskih odluka?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

11. Je li predloženi režim odgovornosti za objavljene informacije primjeren?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

V. Uloga izdavatelja

12. Smatrate li opravdanim da izdavatelj može određivati:

- vrijeme održavanja trgovinskih ciklusa,

- kategorije ulagatelja,
- uvjete pristupa pojedinom ciklusu?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

13. Može li predloženi model pozitivno utjecati na spremnost neuvrštenih društava za uključivanje u tržišne aktivnosti?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

VI. Utjecaj na tržište kapitala i regulatorni aspekti

14. U kojoj mjeri bi SPOT tržište moglo doprinijeti razvoju hrvatskog *private equity* i *venture capital* tržišta?

☐ Znatno

☐ Umjereno

☐ Malo

☐ Nikako

Komentar:

15. Prepoznajete li regulatorne ili pravne rizike koji nisu obuhvaćeni dokumentom?

☐ Da

☐ Ne

Ako je odgovor da, molimo obrazložite.

Komentar:

16. Postoje li elementi predloženog zakonskog teksta koje bi trebalo dodatno pojasniti ili redefinirati?

☐ Da

☐ Ne

Ako je odgovor da, molimo navedite konkretne odredbe i prijedloge izmjena.

Komentar:

VII. Završne primjedbe

17. Smatrate li da bi uspostava SPOT tržišta imala pozitivan učinak na razvoj hrvatskog tržišta kapitala?

☐ Da

☐ Ne

☐ Djelomično

Komentar:

18. Molimo navedite sve dodatne komentare, primjedbe ili prijedloge koji nisu obuhvaćeni prethodnim pitanjima.

Komentar:

Podaci o sudioniku savjetovanja (neobvezno)

Ime odnosno naziv osobe/društva/organizacije: _____

Kategorija sudionika:

- ☐ ulagatelj
- ☐ *venture capital/private equity*
- ☐ investicijsko društvo
- ☐ kreditna institucija
- ☐ odvjetnik/odvjetničko društvo
- ☐ akademska zajednica
- ☐ strukovno udruženje
- ☐ drugo