

Bruxelles, 18. studenoga 2025.
(OR. en)

15550/25

EF 375
ECOFIN 1532
DELECT 174

POP RATNA BILJEŠKA

Od: Glavna tajnica Europske komisije, potpisala direktorica Martine
DEPREZ

Datum primitka: 17. studenoga 2025.

Za: Thérèse BLANCHET, glavna tajnica Vijeća Europske unije

Br. dok. Kom.: C(2025) 7643 final

Predmet: DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...
od 17.11.2025.
o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u
pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se utvrđuju obilježja
alata za upravljanje likvidnošću

Za delegacije se u prilogu nalazi dokument C(2025) 7643 final.

Priloženo: C(2025) 7643 final



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 17.11.2025.
C(2025) 7643 final

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

od 17.11.2025.

**o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih
tehničkih standarda kojima se utvrđuju obilježja alata za upravljanje likvidnošću**

(Tekst značajan za EGP)

OBRAZLOŽENJE

1. KONTEKST DELEGIRANOG AKTA

Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova pruža usklađeni regulatorni okvir za izdavanje odobrenja za rad, poslovanje i trgovanje udjelima alternativnih investicijskih fondova (AIF) u Europskoj uniji. Direktivom (EU) 2024/927 Europskog parlamenta i Vijeća od 13. ožujka 2024. uvedene su izmjene Direktive o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova radi povećanja transparentnosti postupaka delegiranja, usklađivanja dostupnosti i primjene alata za upravljanje likvidnošću te unapređenja okvira za nadzorno izvješćivanje.

Alati za upravljanje likvidnošću omogućuju upraviteljima otvorenih AIF-a da bolje upravljaju likvidnošću AIF-a kojima upravljaju, da se nose s pritiscima povezanima sa zahtjevima za otkup u stresnim tržišnim uvjetima i štite interese ulagatelja. Europski odbor za sistemske rizike (ESRB), Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA), Odbor za financijsku stabilnost (FSB) i Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire (IOSCO) preporučili su usklađivanje pravila o primjeni alata za upravljanje likvidnošću za otvorene fondove.

Direktivom (EU) 2024/927 uveden je usklađeni skup pravila o dostupnosti i primjeni alata za upravljanje likvidnošću za upravitelje alternativnih investicijskih fondova (UAIF-i) kako bi se povećala otpornost AIF-a kojima upravljaju na stresne tržišne uvjete i pritiske povezane sa zahtjevima za otkup te kako bi se razlike među nacionalnim praksama primjene alata za upravljanje likvidnošću svele na najmanju mjeru. Zbog toga je u Prilogu V. Direktivi 2011/61/EU naveden usklađeni popis alata za upravljanje likvidnošću, a u skladu s novim pravilima UAIF-i moraju za svaki AIF kojim upravljaju odabrati najmanje dva odgovarajuća alata za upravljanje likvidnošću s tog popisa kako bi ih prema potrebi mogli primijeniti u interesu ulagatelja. Nova pravila primjenjivat će se od 16. travnja 2026.

U skladu s člankom 16. stavkom 2.g Direktive 2011/61/EU, kako je izmijenjena Direktivom (EU) 2024/927, ESMA do 16. travnja 2025. izrađuje nacrt regulatornih tehničkih standarda kojima se utvrđuju obilježja alata za upravljanje likvidnošću iz Priloga V. Direktivi 2011/61/EU.

U skladu s člankom 16. stavkom 5. Direktive 2011/61/EU, kako je izmijenjena Direktivom (EU) 2024/927, Komisiji se daje ovlast za donošenje tih regulatornih tehničkih standarda delegiranim aktom. Ovom Delegiranom uredbom donose se regulatorni tehnički standardi koje je izradila ESMA i koji se podnose Komisiji u skladu s člankom 10. Uredbe (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća¹. Ovom Delegiranom uredbom dopunjuje se Direktiva 2011/61/EU utvrđivanjem obilježja sljedećih alata za upravljanje likvidnošću: obustave upisa, otkupa i isplate, ograničenja isplate, produljenja rokova za prethodnu obavijest, naknada za isplatu, zaštitnog prilagođavanja cijena, dvostrukog određivanja cijena, naknade za sprečavanje razvodnjavanja, isplate u naravi i računa za odvajanje nelikvidne imovine.

Pri izradi tih nacrta regulatornih tehničkih standarda ESMA je uzela u obzir raznolikost strategija ulaganja i temeljne imovine AIF-a. Ovom se Uredbom ne bi trebala ograničiti sposobnost UAIF-a da primjenjuje svaki odgovarajući alat za upravljanje likvidnošću na sve kategorije imovine, jurisdikcije i tržišne uvjete.

¹ Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenog 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ (SL L 331, 15.12.2010., str. 84.).

2. SAVJETOVANJA PRIJE DONOŠENJA AKTA

ESMA je 8. srpnja 2024. objavila savjetodavni dokument o sadržaju nacrtu regulatornih tehničkih standarda za obilježja alata za upravljanje likvidnošću u skladu s člankom 16. stavkom 2.g Direktive 2011/61/EU, kako je izmijenjena Direktivom (EU) 2024/927. Javno savjetovanje završeno je 8. listopada 2024. Na temelju rezultata javnog savjetovanja ESMA je uvela nekoliko izmjena u nacrt regulatornih tehničkih standarda. Konkretno, kako bi se uzele u obzir različite tržišne prakse, ESMA je uvela više fleksibilnosti u način iskazivanja praga aktivacije ograničenja isplate za AIF-e i u način na koji bi se nalozi za isplatu trebali uzeti u obzir pri izračunu praga aktivacije ograničenja isplate. Osim toga, ESMA je uklonila posebne odredbe o primjeni alata za upravljanje likvidnošću na određene razrede dionica za određene alate za upravljanje likvidnošću i pojasnila da primjena mehanizma isplate u naravi tijekom redovitih aktivnosti trgovanja fondovima čijim se udjelima trguje na burzi ne bi trebala predstavljati aktivaciju isplate u naravi u smislu alata za upravljanje likvidnošću. ESMA je primila 33 odgovora na javno savjetovanje. Savjetovala se i s Interesnom skupinom za vrijednosne papire i tržišta kapitala, ali je ta interesna skupina odlučila da neće dati mišljenje o tom nacrtu regulatornih tehničkih standarda.

ESMA je nacrtu regulatornih tehničkih standarda priložila analizu troškova i koristi te zaključila da su ukupni troškovi nadzora i usklađivanja povezani s provedbom tih regulatornih tehničkih standarda opravdani i da će se u velikoj mjeri nadoknaditi koristima koje će od usklađenog okvira za alate za upravljanje likvidnošću na razini Unije imati sva nadzorna tijela, UAIF-i, AIF-i i ulagatelji.

3. PRAVNI ELEMENTI DELEGIRANOG AKTA

ESMA je 15. travnja 2025. objavila završno izvješće o nacrtu regulatornih tehničkih standarda za alate za upravljanje likvidnošću i dostavila nacrt regulatornih tehničkih standarda Europskoj komisiji na donošenje². Komisija je provela pravnu reviziju dostavljenog nacrtu regulatornih tehničkih standarda i, premda nije izmijenila nijedan bitan zahtjev, prilagodila je njihove odredbe kako bi se zajamčila zakonitost i zakonodavna kvaliteta ove Uredbe te usklađenost pravila iz ove Uredbe s Direktivom 2011/61/EU.

U **članku 1.** utvrđuju se obilježja obustave upisa, otkupa i isplata. Pojašnjava se zahtjev da se istovremeno obustave upisi, otkupi i isplate AIF-a te primjena tog alata za upravljanje likvidnošću na sve razrede dionica AIF-a.

U **članku 2.** utvrđuju se obilježja ograničenja isplate. Opisuje se metodologija za izračun praga aktivacije i za aktivaciju tog instrumenta za upravljanje likvidnošću. U tom se članku dodatno pojašnjava primjena tog alata za upravljanje likvidnošću na sve ulagatelje AIF-a.

U **članku 3.** utvrđuju se obilježja produljenja rokova za prethodnu obavijest. Pojašnjavaju se posebnosti produljenja rokova za prethodnu obavijest u slučaju aktivacije tog instrumenta za upravljanje likvidnošću.

U **članku 4.** utvrđuju se obilježja naknada za isplatu. Pojašnjavaju se elementi koje bi trebalo uzeti u obzir pri izračunu raspona naknada za isplatu i metodologija za izračun razine tih naknada.

U **članku 5.** utvrđuju se obilježja zaštitnog prilagođavanja cijena. Opisuje se metodologija za izračun faktora zaštitnog prilagođavanja i njegov učinak na neto vrijednost imovine udjela ili dionica AIF-a.

² [*Final report on the draft Regulatory Technical Standards on Liquidity Management Tools under the AIFMD and UCITS Directive.*](#)

U **članku 6.** utvrđuju se obilježja dvostrukog određivanja cijena. Navode se metodologija izračuna za taj alat za upravljanje likvidnošću i elementi koje bi trebalo uzeti u obzir pri njegovoj aktivaciji.

U **članku 7.** utvrđuju se obilježja naknade za sprečavanje razvodnjavanja. Opisuje se metodologija za izračun naknade i mehanizam aktivacije tog instrumenta za upravljanje likvidnošću.

U **članku 8.** utvrđuju se obilježja isplate u naravi. Opisuju se mehanizmi aktivacije tog alata. Dodatno se pojašnjava da se mehanizam isplate u naravi koji AIF-i čijim se udjelima trguje na burzi primjenjuju tijekom svojih redovnih aktivnosti trgovanja ne smatra aktivacijom tog instrumenta za upravljanje likvidnošću.

U **članku 9.** utvrđuju se obilježja računa za odvajanje nelikvidne imovine. Navode se različite vrste računa za odvajanje nelikvidne imovine i mehanizam njihove aktivacije.

U **članku 10.** utvrđuje se prijelazno razdoblje primjene ove Uredbe za AIF-e osnovane prije 16. travnja 2026.

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

od 17.11.2025.

o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se utvrđuju obilježja alata za upravljanje likvidnošću

(Tekst značajan za EGP)

EUROPSKA KOMISIJA,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije,

uzimajući u obzir Direktivu 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010³, a posebno njezin članak 16. stavak 2.i drugi podstavak,

budući da:

- (1) Kako bi se zaštitili ulagatelji i ograničili učinci prelijevanja, obustava bi se trebala istovremeno i na isto razdoblje primjenjivati na upise, otkupe i isplate.
- (2) Kako bi se zaštitili postojeći ulagatelji i upravljalo priljevom novih ulaganja u AIF, UAIF bi trebao moći ograničiti upise, ali i dalje omogućavati otkup i isplatu postojećim ulagateljima („meko zatvaranje”). Međutim, to meko zatvaranje AIF-a ne bi se trebalo smatrati alatom za upravljanje likvidnošću iz Priloga V. Direktivi 2011/61/EU jer ne služi za upravljanje rizikom likvidnosti niti za nošenje s pritiscima povezanim sa zahtjevima za otkup u stresnim tržišnim uvjetima.
- (3) Uzimajući u obzir ciljeve ulaganja i politike isplate AIF-a, prag za aktivaciju ograničenja isplate trebalo bi odrediti na razini AIF-a („ograničenje na razini fonda”), na razini ulagatelja („ograničenje na razini ulagatelja”) ili kao njihovu kombinaciju. U skladu sa smjernicama Međunarodne organizacije nadzornih tijela za vrijednosne papire za upravljanje rizikom likvidnosti otvorenih fondova⁴, pri utvrđivanju praga aktivacije ograničenja na razini fonda trebalo bi uzeti u obzir ukupne naloge za isplatu u bruto ili neto iznosu na razini AIF-a za određeni datum trgovanja ili tijekom određenog razdoblja. Osim toga, prag aktivacije trebalo bi iskazati kao postotak neto vrijednosti imovine AIF-a, kao novčanu vrijednost, kao postotak likvidne imovine iz članka 50. stavka 1. Direktive 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća⁵ ili kao njihovu kombinaciju. Kako bi se ublažila prednost prvog ulaska koja može izazvati zabrinutost povezanu sa zaštitom ulagatelja i kako bi se uzeli u obzir otvoreni AIF-i s ograničenim brojem profesionalnih ulagatelja, pri utvrđivanju praga aktivacije na razini ulagatelja trebalo bi uzeti u obzir pojedinačne naloge za isplatu svakog ulagatelja u AIF te bi taj prag trebalo iskazati ili kao postotak udjela ulagatelja u AIF ili kao

³ SL L 174, 1.7.2011., str. 1., ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁴ IOSCO, Smjernice za otvorene fondove za učinkovitu provedbu preporuka za upravljanje rizikom likvidnosti, svibanj 2025., <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

⁵ Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL L 302, 17.11.2009., str. 32., ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

postotak neto vrijednosti imovine AIF-a i u odnosu na nalog za isplatu tog ulagatelja. Ako se prag aktivacije premaši, UAIF bi trebao moći donijeti odluku o aktivaciji ograničenja isplate ili izvršiti naloge za isplatu, vodeći računa o likvidnosti AIF-a, tržišnim uvjetima i najboljem interesu ulagatelja.

- (4) Ako je to u skladu s AIF-ovim ciljevima ulaganja i politikom isplate, UAIF bi trebao moći aktivirati kombinirano ograničenje isplate koje uključuje elemente ograničenja na razini ulagatelja i ograničenja na razini fonda.
- (5) Radi pravednog postupanja prema ulagateljima UAIF koji aktivira ograničenja isplate trebao bi moći postupati s neizvršenim dijelom naloga za isplatu u skladu s unaprijed utvrđenim uvjetima koji su objavljeni ulagateljima. Ti uvjeti mogu uključivati automatski prijenos neizvršenog dijela naloga za isplatu na sljedeći datum trgovanja, s pravom prvenstva u odnosu na naloge za isplatu podnesene na kasniji datum trgovanja ili bez njega, ili poništenje tih neizvršenih naloga za isplatu.
- (6) Kako bi se zaštitili ulagatelji i očuvala stabilnost tržišta u razdobljima stresa ili neuobičajene aktivnosti isplate, UAIF može aktivirati produljenje rokova za prethodnu obavijest. Ovisno o cilju ulaganja i politici isplate AIF-a rok za prethodnu obavijest može se produljiti za određeni broj dana, tjedana ili mjeseci ili do fiksnog datuma koji prethodi datumu isplate. Ako je to u skladu s AIF-ovom strategijom ulaganja i politikom isplate, najkraći rok za prethodnu obavijest koji bi ulagatelji trebali dati UAIF-u pri otkupu svojih udjela ili dionica može biti jednak nuli. U tom bi slučaju UAIF i dalje trebao moći odabrati i prema potrebi aktivirati produljenje rokova za prethodnu obavijest tako da rok bude dulji od roka koji je jednak nuli.
- (7) Budući da UAIF obično ne kontrolira postupak namire, taj postupak ne bi trebalo uključiti u produljeni rok za prethodnu obavijest.
- (8) Radi zaštite ulagatelja produljenje roka za prethodnu obavijest ne bi trebalo utjecati na učestalost isplate AIF-a.
- (9) U skladu sa smjernicama Međunarodne organizacije nadzornih tijela za vrijednosne papire za upravljanje rizikom likvidnosti otvorenih fondova i kako troškovi likvidnosti uzrokovani upisima i isplatama ne bi negativno utjecali na postojeće ili preostale ulagatelje AIF-a, u okviru alata za upravljanje likvidnošću koji se odnose na sprečavanje razvodnjavanja, odnosno naknada za isplatu, zaštitnog prilagođavanja cijena, dvostrukog određivanja cijena i naknada za sprečavanja razvodnjavanja, ulagateljima koji zahtijevaju upis i ulagateljima koji otkupljuju trebalo bi obračunati procijenjeni trošak likvidnosti. Troškovi likvidnosti sastoje se od eksplicitnih i implicitnih transakcijskih troškova upisa ili isplate, uključujući svaki znatan utjecaj na tržište. UAIF koji aktivira alat za upravljanje likvidnošću koji se odnosi na sprečavanje razvodnjavanja trebao bi uzeti u obzir procijenjene eksplicitne transakcijske troškove. Ako je to u skladu sa strategijom ulaganja AIF-a te kako bi ispunio naloge za isplatu, UAIF bi isto tako trebao uzeti u obzir implicitne transakcijske troškove, uključujući svaki znatan utjecaj kupnje ili prodaje imovine na tržište. Kako bi se uzela u obzir raznolikost temeljne imovine AIF-a, ako informacije za izračun implicitnih transakcijskih troškova, uključujući znatan utjecaj na tržište, nisu dostupne ili pouzdane, te bi transakcijske troškove trebalo što bolje procijeniti.
- (10) Kako bi se pokrio trošak likvidnosti koji nastaje zbog ulagatelja koji otkupljuju, imatelji udjela ili dioničari trebali bi pri otkupu svojih udjela ili dionica AIF-u platiti naknade za isplatu. Pri primjeni naknada za isplatu UAIF bi trebao moći te naknade oduzeti od iznosa plaćenog ulagateljima koji otkupljuju.

- (11) Kao obilježje zaštitnog prilagođavanja cijena UAIF bi trebao odrediti faktor zaštitnog prilagođavanja koji će se koristiti za prilagodbu neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a. Kako bi svi ulagatelji koji zahtijevaju upis ili ulagatelji koji otkupljuju pri upisu ili isplati udjela ili dionica AIF-a plaćali ili primali isti iznos, objavljena neto vrijednost imovine udjela ili dionica tog AIF-a trebala bi biti neto vrijednost imovine nakon primjene faktora zaštitnog prilagođavanja.
- (12) U svrhu pravednog postupanja prema ulagateljima i ublažavanja učinaka razvodnjavanja uzrokovanih transakcijskim troškovima koji proizlaze iz upisa ili isplate ulagatelja, UAIF koji primjenjuje zaštitno prilagođavanje cijena trebao bi imati pravo prilagoditi neto vrijednost imovine udjela ili dionica AIF-a kojim upravlja na svaki datum trgovanja (obično se naziva „potpuno prilagođavanje”) ili samo kad su neto upisi ili isplate veći od unaprijed određenog praga (obično se naziva „djelomično prilagođavanje”). Za obje vrste zaštitnog prilagođavanja cijena smjer prilagodbe (ovisno o tome je li faktor zaštitnog prilagođavanja dodan ili oduzet od neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a) utvrđuje se na temelju neto aktivnosti kapitala na datum trgovanja. Stoga bi na određeni datum trgovanja s neto upisima faktor zaštitnog prilagođavanja trebalo dodati neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a koja će se prilagoditi naviše. U suprotnom scenariju, za određeni datum trgovanja s neto isplatama faktor zaštitnog prilagođavanja trebalo bi oduzeti od neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a koja će se prilagoditi naniže. U svrhu pravednog postupanja prema ulagateljima i lakše primjene zaštitnog prilagođavanja cijena u uobičajenim i stresnim tržišnim uvjetima, za obje vrste zaštitnog prilagođavanja cijena UAIF bi trebao moći odlučiti hoće li primjenjivati jedinstveni faktor zaštitnog prilagođavanja, faktore zaštitnog prilagođavanja ovisno o veličini neto aktivnosti kapitala (obično se naziva „višerazinski pristup”) ili druge mogućnosti, uključujući mješovite pristupe.
- (13) Obilježja dvostrukog određivanja cijena trebala bi odražavati njegovu metodologiju izračuna. Kako bi se uzela u obzir raznolikost strategija ulaganja i politika isplate te u skladu s međunarodnim preporukama, UAIF bi trebao razmotriti dvije alternativne metodologije izračuna za dvostruko određivanje cijena, i to izračunavanjem dviju različitih neto vrijednosti imovine koje uključuju zahtijevane i ponuđene cijene imovine ili određivanjem prilagodljivog raspona u odnosu na neto vrijednost imovine njegovih udjela ili dionica.
- (14) Kako bi se preostali ulagatelji u AIF zaštitili od učinka razvodnjavanja potencijalno velikih upisa ili isplata, UAIF koji aktivira naknadu za sprečavanje razvodnjavanja trebao bi tu naknadu primjenjivati na ulagatelje koji otkupljuju, ako je riječ o neto isplati, i na ulagatelje koji zahtijevaju upis, ako je riječ o neto upisu.
- (15) UAIF bi trebao moći aktivirati isplatu u naravi kako bi spriječio prodaju velikih količina vrijednosnih papira kao odgovor na naloge za isplatu ako bi takva prodaja mogla dovesti do znatnih transakcijskih troškova i učinaka na tržišne cijene, odnosno na dioničare ili imatelje udjela AIF-a kojim upravlja.
- (16) Ovlašteni sudionici i održavatelji tržišta kako su definirani u članku 4. stavku 1. točki 7. Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća⁶ obavljaju funkcije koje su bitne za svakodnevno poslovanje AIF-a čijim se udjelima trguje na burzi. Uloga ovlaštenih sudionika i održavatelja tržišta uključuje stjecanje ili prodaju udjela ili dionica AIF-a čijim se udjelima trguje na burzi na sekundarnom tržištu, pružanje pomoći UAIF-u koji upravlja AIF-om čijim

⁶ 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) (SL L 173, 12.6.2014., str. 349., ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

se udjelima trguje na burzi u izvršavanju naloga te osiguravanje kontinuirane likvidnosti i trgovanja na sekundarnom tržištu. U okviru redovitog trgovanja AIF-a čijim se udjelima trguje na burzi, isporuka svih ili dijela temeljnih vrijednosnih papira koje drži AIF čijim se udjelima trguje na burzi ili koji se drže u njegovo ime ovlaštenim sudionicima i održavateljima tržišta radi ispunjavanja naloga za isplatu ne bi se trebala smatrati aktivacijom isplate u naravi iz točke 8. Priloga V. Direktivi 2011/61/EU kao alata za upravljanje likvidnošću jer se taj postupak ne odnosi na upravljanje likvidnošću portfelja AIF-a čijim se udjelima trguje na burzi.

- (17) Kako bi se ublažili likvidnosni rizici povezani s imovinom AIF-a čija su se gospodarska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti, UAIF bi trebao moći aktivirati račune za odvajanje nelikvidne imovine odvojenim računovodstvenim iskazivanjem ili fizičkim odvajanjem.
- (18) Ako je u najboljem interesu AIF-a i njegovih ulagatelja da zadrže račun za odvajanje nelikvidne imovine u postojećoj strukturi fonda, UAIF bi trebao moći kreirati račun za odvajanje nelikvidne imovine odvojenim računovodstvenim iskazivanjem. U tom bi slučaju imovinu čija su se gospodarska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti trebalo rasporediti u poseban razred dionica AIF-a.
- (19) Ako je u najboljem interesu AIF-a fizički odvojiti njegovu imovinu čija su se gospodarska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti, UAIF bi trebao moći kreirati račun za odvajanje nelikvidne imovine fizičkim odvajanjem. U tom bi slučaju predmetna imovina trebala ostati u izvornom AIF-u ili bi je trebalo prenijeti u novi AIF.
- (20) Kako bi se zaštitili ulagatelji i ublažio rizik od širenja negativnog učinka na ostatak imovine AIF-a, računi za odvajanje nelikvidne imovine ne bi se trebali koristiti za upise, otkupe i isplate. Međutim, u interesu ulagatelja, AIFM bi, neovisno o tome kreira li se račun za odvajanje nelikvidne imovine odvojenim računovodstvenim iskazivanjem ili fizičkim odvajanjem, trebao moći zatvoriti ili likvidirati račun za odvajanje nelikvidne imovine u ime AIF-a kojim upravlja i raspodijeliti sve prihode ulagateljima razmjerno njihovu sudjelovanju u tom računu.
- (21) Radi pravne sigurnosti i dosljednosti s Direktivom 2011/61/EU ova bi se Uredba na AIF-e osnovane nakon datuma početka primjene ove Uredbe trebala primjenjivati od 16. travnja 2026. Radi usklađenosti s ovom Uredbom trebalo bi izmijeniti dokumentaciju fonda i ažurirati postojeće postupke i tehničku infrastrukturu UAIF-a i AIF-a kako bi se olakšala aktivacija odabranih alata za upravljanje likvidnošću. Stoga je za AIF-e osnovane prije datuma početka primjene ove Uredbe potrebno predvidjeti prijelazno razdoblje od godine dana kako bi im se omogućilo da se prilagode novom sustavu. Međutim, ti bi AIF-i ipak trebali moći odabrati da se ova Uredba na njih primjenjuje od datuma početka njezine primjene, tj. od 16. travnja 2026.
- (22) Ova Uredba temelji se na nacrtu regulatornih tehničkih standarda koji je Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala dostavilo Komisiji.
- (23) Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala provelo je otvoreno javno savjetovanje o nacrtu regulatornih tehničkih standarda na kojem se temelji ova Uredba, analiziralo moguće povezane troškove i koristi te zatražilo mišljenje Interesne skupine za

vrijednosne papire i tržišta kapitala osnovane u skladu s člankom 37. Uredbe (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća⁷,

DONIJELA JE OVU UREDBU:

Članak 1.

Obustava upisa, otkupa i isplata

1. UAIF obustavlja upise, otkupe i isplate istovremeno, na isto razdoblje i za sve ulagatelje AIF-a.
UAIF ne smije obustaviti isplate a da istovremeno ne obustavi upise i otkupe.
2. Obustava upisa, otkupa i isplata mora biti privremena i strogo ograničena na razdoblje potrebno za ublažavanje iznimnih okolnosti koje opravdavaju tu obustavu i može se provesti samo ako je propisno obrazložena vodeći računa o najboljem interesu ulagatelja.
3. Kad je riječ o AIF-u s više razreda dionica, obustava upisa, otkupa i isplata primjenjuje se na sve razrede dionica tog AIF-a.

Članak 2.

Ograničenja isplate

1. UAIF koji odluči aktivirati ograničenja isplate ujednačeno primjenjuje ta ograničenja na sve ulagatelje AIF-a.
2. Ograničenje isplate ima prag aktivacije ispod kojeg se ne može aktivirati.
Prag aktivacije utvrđuje se na jednoj od sljedećih razina:
 - (a) na razini AIF-a („ograničenje na razini fonda”);
 - (b) na razini ulagatelja („ograničenje na razini ulagatelja”);
 - (c) kao njihova kombinacija.
3. Ako je prag aktivacije utvrđen u skladu sa stavkom 2. drugim podstavkom točkom (a), on se temelji na ukupnim naložima za isplatu AIF-a u bruto ili neto iznosu primljenih za određeni datum trgovanja ili tijekom određenog razdoblja te se izražava kao jedno od sljedećeg:
 - (a) udio u neto vrijednosti imovine AIF-a;
 - (b) novčana vrijednost;
 - (c) postotak likvidne imovine iz članka 50. stavka 1. Direktive 2009/65/EZ;
 - (d) kombinacija točaka (a), (b) ili (c).
4. Ako je prag aktivacije utvrđen na razini ulagatelja u skladu sa stavkom 2. drugim podstavkom točkom (b), on se temelji na pojedinačnim naložima za isplatu u bruto iznosu koje je svaki imatelj udjela ili dioničar dostavio za određeni datum trgovanja ili tijekom određenog razdoblja te se izražava kao jedno od sljedećeg:
 - (a) postotak udjela koje imatelj udjela ili dioničar drži u AIF-u;

⁷ Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenog 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ (SL L 331, 15.12.2010., str. 84. ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- (b) udio u neto vrijednosti imovine AIF-a.
5. UAIF koji odluči aktivirati ograničenje isplate razmjerno izvršava naloge za isplatu svih ulagatelja AIF-a za određeni datum trgovanja za iznos koji odgovara najmanje razini praga aktivacije.

Članak 3.

Produljenje rokova za prethodnu obavijest

1. Produljeni rok za prethodnu obavijest obuhvaća razdoblje od trenutka u kojem je AIFM primio nalog za isplatu do izvršenja tog naloga.
Produljeni rok za prethodnu obavijest ne uključuje vrijeme potrebno za postupak namire.
2. Produljenje roka za prethodnu obavijest ne utječe na učestalost isplate AIF-a.

Članak 4.

Naknade za isplatu

1. U unaprijed utvrđenom rasponu naknada za isplatu uzimaju se u obzir procijenjeni eksplicitni transakcijski troškovi. Ako je to u skladu sa strategijom ulaganja AIF-a, u unaprijed utvrđenom rasponu naknada za isplatu uzimaju se u obzir implicitni transakcijski troškovi, uključujući svaki znatan utjecaj prodaje imovine radi izvršavanja tih isplata na tržište. Nastoji se što bolje procijeniti te implicitne transakcijske troškove.
2. Naknade za isplatu izražavaju se kao postotak naloga za isplatu u bruto iznosu, kao novčana vrijednost ili kao njihova kombinacija. Razina naknada za isplatu može se razlikovati ovisno o veličini naloga za isplatu.
3. Za potrebe stavka 1. ovog članka i članaka 5., 6. i 7. eksplicitni transakcijski troškovi znači troškovi koje AIF izravno snosi za svoje stjecanje ili prodaju imovine koja je količinski stabilna i mjerljiva prije transakcije. Ti troškovi mogu uključivati naknade za posredovanje, trgovanje i namiru te poreze.

Implicitni transakcijski troškovi su troškovi koje AIF neizravno snosi pri stjecanju ili prodaji imovine, a koji prvenstveno proizlaze iz razlike između ponuđene i tražene cijene te iz utjecaja na tržište. Ti implicitni transakcijski troškovi mogu se razlikovati ovisno o vrsti temeljne imovine i tržišnim uvjetima.

Članak 5.

Zaštitno prilagođavanje cijena

1. Faktor zaštitnog prilagođavanja uključuje procijenjene eksplicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. prvog podstavka. Ako je to u skladu sa strategijom ulaganja AIF-a, faktor zaštitnog prilagođavanja uključuje i implicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. drugog podstavka, uključujući svaki znatan utjecaj kupnje ili prodaje imovine radi izvršavanja tih upisa ili isplata na tržište. Nastoji se što bolje procijeniti te implicitne transakcijske troškove.
2. Faktor zaštitnog prilagođavanja izražava se kao postotak neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a.
3. UAIF može primijeniti zaštitno prilagođavanje cijene ako postoji razlika između naloga za isplatu i naloga za upis („potpuno prilagođavanje”) ili ako razlika premašuje unaprijed utvrđeni prag aktivacije („djelomično prilagođavanje”). U svakom slučaju vrijedi sljedeće:

- (a) ako razlika između naloga za isplatu i naloga za upis za određeni datum trgovanja dovede do neto isplata, faktor zaštitnog prilagođavanja oduzima se od neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a;
 - (b) ako razlika između naloga za isplatu i naloga za upis za određeni datum trgovanja dovede do neto upisa, faktor zaštitnog prilagođavanja dodaje se neto vrijednosti imovine udjela ili dionica AIF-a.
4. Zaštitno prilagođavanje cijena može uključivati različite faktore zaštitnog prilagođavanja koji odgovaraju različitim pragovima aktivacije.

Članak 6.

Dvostruko određivanje cijena

1. UAIF koji aktivira dvostruko određivanje cijena u tu svrhu primjenjuje jednu od sljedećih metoda izračuna:
- (a) izračun dviju neto vrijednosti imovine:
 - i. jedne neto vrijednosti imovine za upise, utvrđene na temelju traženih cijena imovine koju drži AIF;
 - ii. druge neto vrijednosti imovine za isplatu, izračunane na temelju ponuđenih cijena imovine koju drži AIF;
 - (b) izračun samo jedne neto vrijednosti imovine za ulagatelje koji zahtijevaju upis i za ulagatelje koji otkupljuju.
2. Troškovi likvidnosti na temelju kojih se prilagođava neto vrijednost imovine po udjelu ili dionici, za obje metode izračuna iz stavka 1., uključuju procijenjene eksplicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. prvog podstavka. Ako je to u skladu sa strategijom ulaganja AIF-a, ti troškovi likvidnosti uključuju i implicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. drugog podstavka, uključujući svaki znatan utjecaj kupnje ili prodaje imovine radi izvršavanja tih upisa ili isplata na tržište. Nastoji se što bolje procijeniti te implicitne transakcijske troškove.

Članak 7.

Naknada za sprečavanje razvodnjavanja

1. Naknade za sprečavanje razvodnjavanja uključuju procijenjene eksplicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. prvog podstavka. Ako je to u skladu sa strategijom ulaganja AIF-a, naknade za sprečavanje razvodnjavanja uključuju i implicitne transakcijske troškove iz članka 4. stavka 3. drugog podstavka, uključujući svaki znatan utjecaj kupnje ili prodaje imovine radi izvršavanja tih upisa ili isplata na tržište. Nastoji se što bolje procijeniti te implicitne transakcijske troškove.
2. Naknade za sprečavanje razvodnjavanja izražavaju se kao jedno od sljedećeg:
- (a) postotak naloga za upis ili isplatu;
 - (b) novčana vrijednost.
3. UAIF može aktivirati naknade za sprečavanje razvodnjavanja ako na određeni datum trgovanja:
- (a) ukupni iznos naloga za isplatu premašuje iznos naloga za upis, što dovodi do neto isplata;

- (b) ukupni iznos naloga za upis premašuje iznos naloga za isplatu, što dovodi do neto upisa.

Za potrebe točke (a) naknada za sprečavanje razvodnjavanja oduzima se od iznosa plaćenog ulagateljima koji otkupljuju.

Za potrebe točke (b) naknada za sprečavanje razvodnjavanja naplaćuje se ulagateljima koji zahtijevaju upis.

Članak 8.

Isplata u naravi

1. Isplata u naravi odgovara prijenosu imovine koju drži AIF ulagateljima koji otkupljuju umjesto u gotovu novcu kako bi se ispunili nalozi za isplatu. Prijenos imovine ulagateljima može biti izravan ili neizravan preko posrednika.
2. U okviru redovitog trgovanja AIF-a čijim se udjelima trguje na burzi, isporuka svih ili dijela temeljnih vrijednosnih papira koje drži AIF čijim se udjelima trguje na burzi ili koje se drži u njegovo ime ovlaštenom sudioniku i održavatelju tržišta radi ispunjavanja naloga za isplatu ne bi se trebala smatrati aktivacijom isplate u naravi iz točke 8. Priloga V. Direktivi 2011/61/EU.

Članak 9.

Računi za odvajanje nelikvidne imovine

1. Račun za odvajanje nelikvidne imovine može biti jedno od sljedećeg:
 - (a) poseban razred dionica AIF-a uspostavljen radi provedbe odvojenog računovodstvenog iskazivanja imovine čija su se gospodarska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti i druge imovine tog AIF-a („odvojeno računovodstveno iskazivanje”);
 - (b) zaseban AIF osnovan posebno radi odvajanja imovine čija su se gospodarska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti od druge imovine tog AIF-a („fizičko odvajanje”).
2. Za potrebe računa za odvajanje nelikvidne imovine iz stavka 1. točke (a) novi upisi, otkupi i isplate u razredima dionica koji nisu razred dionica namijenjen računu za odvajanje nelikvidne imovine izvršavaju se na temelju neto vrijednosti imovine AIF-a, koja se izračunava nakon isključivanja imovine na koju se primjenjuje odvojeno računovodstveno iskazivanje.

Razred dionica za račun za odvajanje nelikvidne imovine ne može se koristiti za upise, otkupe i isplate.
3. Ako UAIF aktivira račun za nelikvidnu imovinu kako je navedeno u stavku 1. točki (b), imovina čija su se ekonomska ili pravna obilježja znatno promijenila ili su postala neizvjesna zbog iznimnih okolnosti:
 - (a) ostaje u izvornom AIF-u, dok se druga imovina prenosi u novi AIF ili se spajanjem prenosi u postojeći AIF; ili
 - (b) prenosi se na novi AIF, dok druga imovina ostaje u izvornom AIF-u.

Račun za odvajanje nelikvidne imovine ne može se koristiti za upise, otkupe i isplate.

Ako UAIF aktivira račun za odvajanje nelikvidne imovine u skladu s prvim podstavkom točkom (a), upravlja novim AIF-om u skladu sa strategijom ulaganja izvornog AIF-a.

Ako UAIF aktivira račun za odvajanje nelikvidne imovine u skladu s prvim podstavkom točkom (b), nastavlja upravljati izvornim AIF-om u skladu s njegovom postojećom strategijom ulaganja.

4. Nakon kreiranja računa za odvajanje nelikvidne imovine svakom se ulagatelju dodjeljuju udjeli ili dionice na računu za odvajanje nelikvidne imovine razmjerno njegovu udjelu u izvornom AIF-u.

Članak 10.
Prijelazne odredbe

Do 16. travnja 2027. smatra se da su AIF-i osnovani prije 16. travnja 2026. u skladu s ovom Uredbom. Međutim, ti AIF-i mogu odabrati da se ova Uredba na njih primjenjuje od 16. travnja 2026., pod uvjetom da UAIF o tome obavijesti nadležna tijela svoje matične države članice.

Članak 11.
Stupanje na snagu i primjena

Ova Uredba stupa na snagu dvadesetog dana od dana objave u *Službenom listu Europske unije*.
Primjenjuje se od 16. travnja 2026.

Ova je Uredba u cijelosti obvezujuća i izravno se primjenjuje u svim državama članicama.
Sastavljeno u Bruxellesu 17.11.2025.

Za Komisiju
Predsjednica
Ursula VON DER LEYEN