



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Predlog

DIREKTIVA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

**o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami v podjetjih, ki želijo uvrstiti
svoje delnice v trgovanje na zagonskem trgu MSP**

(Besedilo velja za EGP)

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE PREDLOGA

• Razlogi za predlog in njegovi cilji

Ta predlog je del svežnja o aktu o kotiranju, tj. sklopa ukrepov za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov za podjetja v EU in olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja (v nadaljnjem besedilu: MSP). Predlog je v skladu s temeljnim ciljem unije kapitalskih trgov, tj. izboljšati dostop do tržnih virov financiranja za podjetja v EU v vseh fazah njihovega razvoja, tudi za manjša podjetja. Podjetja, ki kotirajo na borzi, so pogosto uspešnejša od podjetij v zasebni lasti v smislu letne rasti prihodkov in ustvarjanja delovnih mest. S kotacijo na javnih trgih lahko podjetja razpršijo bazo vlagateljev, zmanjšajo odvisnost od bančnega financiranja, lažje dostopajo do dodatnega lastniškega kapitala in dolžniškega financiranja (s sekundarnimi ponodbami) in povečajo svojo prepoznavnost v javnosti ter prepoznavnost blagovne znamke.

Od objave prvega akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov leta 2015 je bil dosežen napredek pri prizadevanjih za olajšanje in pocenitev dostopa do javnih trgov podjetjem, zlasti MSP. Januarja 2018 je bila z direktivo o trgih finančnih instrumentov II (v nadaljnjem besedilu: MiFID II)¹ uvedena nova kategorija večstranskih sistemov trgovanja, tj. zagonski trgi MSP, da bi MSP spodbudili k dostopanju do kapitalskih trgov². Leta 2019 so bila predlagana nova pravila EU za zmanjšanje birokracije in regulativnega bremena za podjetja, ki kotirajo na zagonskih trgih MSP, ki hkrati ohranjajo visoko raven zaščite vlagateljev in integritete trgov³. Kljub uvedenim spremembam deležniki še naprej trdijo, da so potrebni nadaljnji regulativni ukrepi za racionalizacijo postopka kotiranja in povečanje njegove prožnosti za izdajatelje. V novem akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov, sprejetem septembra 2020, je bilo napovedano, da si bo Komisija za spodbujanje in povečanje raznolikosti dostopa malih in inovativnih podjetij do financiranja prizadevala za poenostavitev pravil o kotiranju na javnih trgih. Na podlagi navedenega in na podlagi Uredbe (EU) 2019/2115 je Komisija ustanovila strokovno skupino deležnikov za MSP, ki je potrdila pomisleke deležnikov, da so potrebni nadaljnji zakonodajni ukrepi za podporo kotiranju podjetij, zlasti MSP. Skupina je v svojem končnem poročilu iz maja 2021 dala 12 priporočil za spremembo okvira za kotiranje na reguliranih trgih in zagonskih trgih MSP⁴.

¹ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (prenovitev) (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

² Da bi se večstranski sistem trgovanja (MTF) štel za zagonski trg MSP, mora biti vsaj 50 % izdajateljev, s finančnimi instrumenti katerih se trguje v MTF, MSP, ki so v skladu z MiFID II opredeljena kot podjetja s povprečno tržno kapitalizacijo manj kot 200 milijonov EUR (glej uvodno izjavo 132 MiFID II). Za zagotovitev ustrezne ravni zaščite vlagateljev morajo pravila kotiranja na zagonskih trgih MSP izpolnjevati tudi nekatere standarde kakovosti, vključno s potrebo po pripravi ustreznega dokumenta o uvrstitvi v trgovanje (kadar prospekt ni potreben) in rednem finančnem poročanju. Okvir za zagonske trge MSP je bil razvit, da bi se dodatno priznale posebne potrebe MSP, ki prvič vstopajo na trga lastniških vrednostnih papirjev in obveznic.

³ Uredba (EU) 2019/2115 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 27. novembra 2019 o spremembi Direktive 2014/65/EU ter uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP (UL L 320, 11.12.2019, str. 1).

⁴ Končno poročilo strokovne skupine deležnikov za MSP – Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again (europa.eu).

Predsednica Ursula von der Leyen je 15. septembra 2021 v pismu o nameri⁵, naslovljenem na Parlament in predsedstvo Sveta, napovedala zakonodajni predlog za olajšanje dostopa MSP do kapitala, ki je bil vključen v delovni program Komisije za leto 2022⁶.

Odločitev podjetja za kotacijo je zapletena in nanjo vplivajo številni dejavniki, od katerih so številni zunaj dosega regulatorjev in jih zato ni mogoče neposredno obravnavati z zakonodajnim ukrepom. Na primer, značilnosti okolja, ki določajo stroške storitev kotiranja, geopolitična nestabilnost, brexit, COVID-19, politika centralne banke in inflacija so (in bodo še naprej) vplivali na odločitev, ali naj podjetje kotira, kdaj in kje naj kotira ter ali naj še naprej kotira v EU. Regulativne zahteve ter s tem povezani stroški in breme pa so prav tako pomembni dejavniki pri odločitvi podjetja, da kotira in ostane na borzi. Sveženj o aktu o kotiranju predstavlja ciljno usmerjen sklop ukrepov, katerih namen je: (i) zmanjšati regulativno breme, kadar se šteje za pretirano (tj. kadar bi lahko regulativna ureditev prispevala k zaščiti vlagateljev/integriteti trgov na stroškovno učinkovitejši način za deležnike); in (ii) povečati prožnost, ki jo pravo gospodarskih družb omogoča ustanoviteljem/obvladujočim delničarjem podjetij, da se odločijo, kako bodo razdelili glasovalne pravice po uvrstitvi delnic v trgovanje.

Regulativni okvir, ki se uporablja za postopek kotiranja, je večplasten. Podjetja morajo izpolnjevati regulativne zahteve pred prvo javno ponudbo, med njo in po njej. Ta predlog se osredotoča na regulativne ovire, ki se pojavljajo v fazi pred prvo javno ponudbo, in obravnava neenake možnosti podjetij v EU pri izboru ustrezne strukture upravljanja, ko kotirajo. Predlagano direktivo spremljata dva druga zakonodajna predloga: (i) predlog uredbe o spremembi uredbe o prospektu⁷, uredbe o zlorabi trga (MAR)⁸ in uredbe o trgih finančnih instrumentov (MiFIR)⁹ ter (ii) predlog direktive o razveljavitvi direktive o kotiranju¹⁰ in spremembi MiFID II. Cilj obeh predlogov je racionalizirati in pojasniti zahteve po razkritju, ki se uporabljajo za primarne in sekundarne trge, hkrati pa ohraniti ustrezno raven zaščite vlagateljev in integritete trgov. Namen predlagane direktive, ki razveljavlja direktivo o kotiranju in spreminja MiFID II, je tudi povečati nizko raven raziskav na področju investicij, kar zadeva MSP.

Eno od glavnih vprašanj, ki ustanovitelje in družine odvrča od tega, da bi se odločili za javno kotacijo (v fazi pred prvo javno ponudbo), je strah pred izgubo nadzora nad podjetjem, ko bo kotiralo. Kotiranje pomeni zmanjšanje lastniškega deleža, s čimer se zmanjša nadzor ustanoviteljev in družin nad pomembnimi naložbami in poslovnimi odločitvami podjetja. Podjetja, zlasti MSP, bodo verjetneje kotirala na javnih trgih, če lahko obvladujoči delničarji ohranijo pristojnost odločanja v podjetju tudi po začetku kotiranja. To jim omogoča, da še naprej razvijajo podjetje v skladu s svojo strateško vizijo, hkrati pa lahko uživajo prednosti, povezane s kotiranjem na borzi, in zberejo dovolj finančnih sredstev, da je izvedba postopka

⁵ Glej stran 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf](#) (europa.eu).

⁶ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij, Delovni program Komisije za leto 2022, Skupaj za močnejšo Evropo, COM(2021) 645 final.

⁷ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (UL L 168, 30.6.2017, str. 12).

⁸ Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL L 173, 12.6.2014, str. 1).

⁹ Uredba (EU) št. 600/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov in spremembi Uredbe (EU) št. 648/2012.

¹⁰ Direktiva 2001/34/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. maja 2001 o sprejemu vrednostnih papirjev v uradno kotacijo na borzi in o informacijah, ki jih je treba objaviti v zvezi s temi vrednostnimi papirji (UL L 184, 6.7.2001, str. 1).

za kotiranje upravičena. To zlasti velja za manjša družinska podjetja, zagonska podjetja in podjetja z dolgoročnimi projekti, ki zahtevajo znatne začetne stroške. Vsa ta podjetja tvegajo, da bodo premočno izpostavljena nihanjem na javnih trgih ali nevarnosti sovražnega prevzema. Ta podjetja bi imela tudi največ koristi od kotiranja na zagonskem trgu MSP – kategoriji večstranskih sistemov trgovanja, zasnovanih posebej za MSP, kjer lahko uživajo koristi manj strogih regulativnih zahtev. Manjša podjetja morda bolj potrebujejo razpršeno financiranje kot večja podjetja zaradi svojega običajno bolj tveganega profila in manjše prepoznavnosti pri potencialnih vlagateljih, ker si ne morejo privoščiti kotiranja na tujih trgih, v nekaterih primerih pa tudi zaradi večje potrebe po širitvi. Glede na to, da je dostop do javnih trgov še zlasti pomemben za manjša in hitro rastoča podjetja, se ta predlog osredotoča na podjetja, ki kotirajo na zagonskih trgih MSP.

Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami so učinkovit mehanizem, ki lastnikom podjetij omogoča, da ohranijo pooblastila za odločanje v podjetju, hkrati pa pridobivajo finančna sredstva na javnih trgih. Te delničarske strukture delničarju (ali skupini delničarjev) omogočajo, da ima obvladujoč delež v podjetju, ne da bi mu bilo treba izvesti tako veliko gospodarsko naložbo, kot bi bila sorazmerno potrebna glede na velikost deleža, če bi imele vse delnice enako glasovalno moč. Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami običajno vključujejo vsaj dva razločljiva in ločena razreda delnic, pri čemer imajo delnice iz vsakega razreda različno število glasovalnih pravic.

Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami so le eden od obstoječih mehanizmov za povečanje obvladovanja, tj. mehanizmov, ki povzročijo neskladje v razmerju med finančnim lastništvom in glasovalno močjo, zaradi česar lahko delničar poveča svoje obvladovanje, ne da bi imel sorazmerni delež lastniškega kapitala. Študija o sorazmernosti med lastništvom in obvladovanjem v državah članicah¹¹, objavljena leta 2007, je pokazala, da lahko razpoložljivi mehanizmi za povečanje/ohranitev obvladovanja z okrepitvijo glasovalne moči med drugim vključujejo tudi delnice zvestobe¹², delnice brez glasovalne pravice¹³, prednostne delnice brez glasovalne pravice¹⁴ in zgornje meje za glasovalne pravice¹⁵.

Vendar večina teh alternativnih delniških struktur zaradi toge zasnove omejuje znesek finančnih sredstev, ki jih je mogoče zbrati v fazi prve javne ponudbe in z nadaljnjimi izdajami. Poleg tega so delnice zvestobe mehanizem za povečanje obvladovanja, ki je posebej zasnovan tako, da spodbuja dolgoročno lastništvo med vlagatelji in vodi k stabilnejšemu ter bolj dolgoročno usmerjenemu lastništvu, ne povečuje pa privlačnosti zbiranja finančnih sredstev od javnosti. Ker za obvladujoče delničarje delnice zvestobe običajno pomenijo manj dodatnih glasovalnih pravic kot delnice z večjo glasovalno močjo in ker običajno zahtevajo določeno obdobje posedovanja, preden se aktivirajo večje glasovalne pravice, so manj privlačne za ustanovitelje in podjetja v družinski lasti. To potrjujejo empirični dokazi, ki so

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf.

¹² Delnice zvestobe so delnice, ki delničarjem, ki jih posedujejo določeno obdobje, dajejo močnejšo glasovalno pravico. Običajno imajo taki delničarji dva glasova na delnico namesto enega glasu, če so posedovali svoje delnice dve leti ali več.

¹³ Delnice brez glasovalne pravice so delnice, ki nimajo glasovalnih pravic in nimajo posebnih pravic do denarnih tokov (kot je prednostna dividenda), s katerimi bi se kompenzirala odsotnost glasovalnih pravic.

¹⁴ Prednostne delnice brez glasovalne pravice so delnice brez glasovalne pravice, izdane s posebno pravico do denarnih tokov, s katero se kompenzira odsotnost glasovalnih pravic (kot je prednostna (višja ali zajamčena) dividenda).

¹⁵ Zgornja meja za glasovalne pravice je omejitev, ki delničarjem prepoveduje glasovanje nad določenim pragom, ne glede na število glasovalnih delnic, ki jih imajo. Zgornje meje za glasovalne pravice so lahko izražene kot odstotek vseh obstoječih glasovalnih pravic (na primer, kadar noben delničar ne sme glasovati v več kot treh odstotkih vpisanega delniškega kapitala podjetja) ali kot odstotek vseh glasov, oddanih na skupščini delničarjev (splošno uporabljano v državah članicah).

pokazali, da uvedba delnic zvestobe v nekaterih državah članicah ni povečala števila podjetij, ki dostopajo do javnih trgov. Nasprotno pa bi delnice z večjo glasovalno močjo ustanoviteljem omogočale, da ohranijo obvladovanje, hkrati pa prodajo večji delež svoje naložbe v podjetju zaradi manjše povezanosti med ekonomskim deležem in glasovalnimi pravicami.

Zaradi uvedbe delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami v podjetju imajo drugi delničarji (vlagatelji) manj moči pri sprejemanju odločitev glede na svojo gospodarsko naložbo. Ta zmanjšana glasovalna moč bi lahko povzročila določene težave, če se ustrezno ne ublaži. Take težave bi lahko na primer vključevale utrditev položaja obvladujočih delničarjev¹⁶, odtekanje sredstev podjetja in na splošno pridobivanje zasebnih koristi s strani obvladujočega delničarja, na primer prek transakcij s povezanimi osebami. Poleg tega lahko razvodenitveni učinek delnic z večjo glasovalno močjo privede do tega, da obvladujoči delničarji blokirajo nekatere odločitve, vključno s tistimi, ki so namenjene trajnostnim ciljem, s čimer se podpirajo interesi obvladujočega delničarja in ne dolgoročni trajnostni razvoj podjetja. Vendar je te morebitne težave mogoče rešiti z uvedbo zaščitnih ukrepov za zaščito manjšinskih delničarjev in interesov podjetja, kot so največji dovoljeni delež glasov, klavzule o omejitvi veljavnosti in omejitve uporabe delnic z večjo glasovalno močjo v nekaterih primerih, na primer pri vprašanih v zvezi s trajnostnostjo.

V EU se trenutno delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami neenakomerno uporabljajo, kar povzroča neenake možnosti za podjetja iz EU, ko se odločajo za kotiranje na borzi. Nekatere države članice, kot sta Švedska ali Danska, skoraj od začetka delovanja kapitalskih trgov dovoljujejo delnice z večjo glasovalno močjo. Na Švedskem je odstotek podjetij, ki kotirajo na borzi in imajo te delniške strukture, vedno bil nad 40 %, na Finskem in Danskem pa predstavljajo večino kotirajočih podjetij po tržni kapitalizaciji. Nasprotno pa so druge države članice prepovedale delnice z večjo glasovalno močjo. V nekaterih primerih je prepoved omejena na delniške družbe, na primer v Nemčiji in Belgiji, v drugih pa velja za vsa podjetja, na primer v Avstriji in na Hrvaškem.

Obstoječe razlike v nacionalnih ureditvah za delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami ustvarjajo neenake konkurenčne pogoje za podjetja v različnih državah članicah. Podjetniki in podjetja iz držav članic, ki prepovedujejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, so v primerljivo slabšem položaju kot podjetja iz držav članic, ki jih dovoljujejo. Podjetniki in podjetja, ki želijo uvesti delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami in izkoristiti prožnost, se soočajo z izbiro, ali bodo ostali zasebniki ali se preselili v drugo državo članico (ali državo nečlanico EU), kar omejuje njihovo izbiro pri financiranju in povečuje njihove stroške kapitala. To vpliva zlasti na MSP in zagonska podjetja v zgodnji fazi, ki nimajo finančnih sredstev za kritje dodatnih stroškov, povezanih s kotiranjem v drugi državi članici ali tretji državi.

Namen tega predloga je doseči minimalno usklajitev nacionalnih zakonodaj o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami za podjetja, ki kotirajo na zagonskih trgih MSP, hkrati pa državam članicam pustiti dovolj prožnosti za njegovo izvajanje. Medtem ko so regulirani trgi na splošno primernejši za večja in zrelejša podjetja, so bili zagonski trgi MSP večinoma zasnovani za kotiranje manjših podjetij, pri čemer so pri regulativni obravnavi zagonskih trgov MSP upoštevane posebnosti MSP. Vendar vsa podjetja, katerih vrednostni papirji kotirajo na zagonskih trgih MSP, niso MSP. Podjetja, ki niso MSP, imajo na splošno

¹⁶ Do utrditve položaja obvladujočih delničarjev pride, ko imajo obvladujoči delničarji zagotovljeno neprekinjeno obvladovanje in lahko zato sprejemajo odločitve v lastno korist, ne da bi upoštevali interese podjetja in drugih delničarjev, drugi delničarji pa teh odločitev ne morejo učinkovito izpodbijati.

bolj likvidne vrednostne papirje, zato lahko zaradi njihove vključitve zagonski trgi MSP ustvarjajo višje pristojbine za trgovanje, s čimer ohranjajo dobičkonosnost svojega poslovnega modela. Da pa bi vlagateljem zagotovili jasnost, za vse izdajatelje na zagonskih trgih MSP, ne glede na njihovo velikost, trenutno veljajo enaka pravila. V skladu s tem pristopom ta predlog za vsa podjetja, ki želijo, da se njihove delnice prvič uvrstijo v trgovanje na zagonskem trgu MSP, uvaja možnost, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami.

Ta predlog določa zaščitne ukrepe za zagotovitev zaščite manjšinskih delničarjev in interesov podjetja. Ti zaščitni ukrepi od vseh držav članic zahtevajo, da zagotovijo, da se vsaka odločitev o sprejetju delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami ali o spremembi te strukture, če vpliva na glasovalne pravice, sprejme s kvalificirano večino na skupščini delničarjev. Zaščitni ukrepi, določeni v tem predlogu, uvajajo tudi omejitev glasovalne moči delnic z večjo glasovalno močjo z uvedbo omejitev glede zasnove take delniške strukture ali glede uveljavljanja glasovalnih pravic, povezanih s takimi delnicami, pri sprejemanju nekaterih odločitev. Ti zaščitni ukrepi so namenjeni zaščiti interesov manjšinskih delničarjev in interesov podjetja, hkrati pa omogočajo zadostno prožnost za obvladujoče delničarje, da jih ne bi odvrčali od uporabe delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami. Poleg tega so ti zaščitni ukrepi večinoma v skladu s tistimi, ki že obstajajo v pravnih sistemih držav članic z dobro delujočimi ureditvami za delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami. Zato bi se v teh državah članicah zahtevale minimalne prilagoditve obstoječih pravnih sistemov.

- **Skladnost z veljavnimi predpisi s področja zadevne politike**

Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami se trenutno urejajo izključno na nacionalni ravni.

Predlagana direktiva je skladna s cilji obstoječe zakonodaje EU, ki določa zahteve za delniške družbe in usklajuje nacionalne določbe na področju prava gospodarskih družb. Ta vključuje direktivo o pravu gospodarskih družb¹⁷, katere cilj je zagotoviti minimalno enakovredno zaščito za delničarje in upnike. Direktiva usklajuje nacionalne določbe o nekaterih vidikih prava gospodarskih družb, kot so ustanavljanje delniških družb, zahteve glede delniškega kapitala in razdelitve delničarjem. Področje uporabe predlagane direktive se ne prekriva s področjem uporabe direktive o pravu gospodarskih družb, ki ne ureja delniških struktur podjetij (vključno z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami). To vprašanje je obravnavano v tem predlogu.

Poleg tega je predlog z zahtevo, da države članice sprejmejo določbe za zaščito interesov podjetja in manjšinskih delničarjev, skladen s ciljem politike iz Direktive (EU) 2017/828¹⁸, vključno s spodbujanjem dolgoročnega trajnostnega razvoja podjetij ter zaščito interesov podjetja in njegovih manjšinskih delničarjev v primeru transakcij s povezanimi osebami, kljub različnima področjema uporabe obeh aktov (navedena direktiva zadeva pravice delničarjev v podjetjih, uvrščenih v trgovanje na reguliranih trgih, medtem ko se ta predlog nanaša na pravice delničarjev v podjetjih, uvrščenih v trgovanje na zagonskih trgih MSP).

Podobno se predlagana direktiva ne prekriva s področjem uporabe direktive o ponudbah za prevzem, ki določa pravila, ki se uporabljajo za delniške družbe pri ponudbah za prevzem, da

¹⁷ Direktiva (EU) 2017/1132 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o določenih vidikih prava družb (kodificirano besedilo) (UL L 169, 30.6.2017, str. 46).

¹⁸ Direktiva (EU) 2017/828 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 17. maja 2017 o spremembi Direktive 2007/36/ES glede spodbujanja dolgoročnega sodelovanja delničarjev (UL L 132, 20.5.2017, str. 1).

bi se zaščitili interesi delničarjev. Pomembno je, da se direktiva o ponudbah za prevzem¹⁹ uporablja samo za podjetja, ki so uvrščena v trgovanje na reguliranem trgu, in ne za podjetja, ki so uvrščena v trgovanje na zagonskem trgu MSP, ki spadajo v področje uporabe tega predloga. Kljub temu imajo določbe o preglednosti v tem predlogu podobne cilje kot v direktivi o ponudbah za prevzem, pri čemer se osredotočajo na strukturo delniškega kapitala podjetja, lastniško strukturo ter pravice in obveznosti, povezane z vrednostnimi papirji podjetja.

Predlagana direktiva je tudi v skladu z določbami MiFID II, ki ureja zagonske trge MSP.

• **Skladnost z drugimi politikami Unije**

Predlog je popolnoma v skladu s temeljnim ciljem unije kapitalskih trgov, da bi za podjetja v EU, zlasti za MSP, postalo financiranje dostopnejše. Skladen je s številnimi zakonodajnimi in nezakonodajnimi ukrepi, ki jih je Komisija sprejela v okviru akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov iz leta 2015²⁰, vmesnega pregleda akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov iz leta 2017²¹ in akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020.

Da bi podprli delovna mesta in rast v EU, je bil že od samega začetka ključni cilj unije kapitalskih trgov olajšanje dostopa do financiranja za podjetja, zlasti MSP. Od objave akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov leta 2015 so bili sprejeti nekateri ciljno usmerjeni ukrepi za razvoj zadostnih virov financiranja za MSP v vseh fazah razvoja. Komisija se je v vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov, objavljenem junija 2017, odločila povečati raven ambicij in se bolj osredotočiti na dostop MSP do javnih trgov. Komisija je maja 2018 objavila predlog za spodbujanje uporabe zagonskih trgov MSP²², katerega cilj je zmanjšati upravno breme in visoke stroške izpolnjevanja predpisov, s katerimi se soočajo izdajatelji na zagonskih trgih MSP, hkrati pa zagotoviti visoko raven integritete trgov in zaščite vlagateljev, spodbujati rast likvidnosti delnic MSP, ki kotirajo na borzi, da bi ti trgi postali privlačnejši za vlagatelje, izdajatelje in posrednike ter olajšati registracijo MTF kot zagonskih trgov MSP. Predlog za spodbujanje uporabe zagonskih trgov MSP je bil sprejet novembra 2019.

Poleg tega je Komisija po krizi zaradi COVID-19 objavila sveženj za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi, ki je vključeval ciljno usmerjene spremembe kapitalskih trgov in regulacije bank s splošnim ciljem, da bi kapitalski trgi lažje podpirali podjetja v EU pri okrevanju po krizi zaradi COVID-19. Namen predlaganih sprememb predpisov za kapitalске trge je bil zlasti zmanjšati regulativno breme in zapletenost za investicijska podjetja in izdajatelje.

Ta predlog temelji na akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020 in njegovem cilju, da postane za podjetja v EU financiranje dostopnejše (ukrep št. 2 „podpora dostopu do javnih trgov“). Predlog se osredotoča na omilitev regulativnih zahtev, ki lahko podjetje odvrnejo od odločitve o kotiranju ali nadaljnjem kotiranju. Drugi dejavniki, ki lahko izdajatelje odvrnejo od kotiranja, kot sta majhna baza vlagateljev in ugodnejša davčna obravnava dolga kot lastniškega kapitala, so obravnavani v drugih trenutnih in prihajajočih pobudah za unijo kapitalskih trgov, ki dopolnjujejo spremembe iz tega predloga in bi jih bilo

¹⁹ Direktiva Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (UL L 142, 30.4.2004, str. 12).

²⁰ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij, Akcijski načrt o oblikovanju unije kapitalskih trgov, (COM(2015) 468 final).

²¹ Sporočilo Komisije o vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov (SWD(2017) 224 final in SWD(2017) 225 final z dne 8. junija 2017) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²² Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi uredb (EU) št. 596/2014 in (EU) 2017/1129 v zvezi s spodbujanjem uporabe zagonskih trgov MSP (COM(2018) 331 final).

treba analizirati v povezavi s to pobudo. Te pobude se na primer nanašajo na (i) vzpostavitev evropske enotne točke dostopa (ESAP)²³, s katero se bo obravnavalo pomanjkanje dostopnih in primerljivih podatkov za vlagatelje, s čimer bodo podjetja postala bolj prepoznavna za vlagatelje, (ii) centralizacijo informacij o trgovanju v EU v sistemu stalnih informacij²⁴ za učinkovitejše okolje za trgovanje na javnih trgih in oblikovanje cen, (ii) uvedbo olajšave za zmanjšanje naklonjenosti zadolževanju v razmerju do lastniškega kapitala (DEBRA)²⁵, da bi lastniško financiranje postalo privlačnejše (in cenejše) za podjetja.

Poleg tega bo vrsta pobud Komisije dodatno razširila bazo vlagateljev za lastniške instrumente, ki kotirajo na borzi. Sklad EU za prvo javno ponudbo MSP bo imel vlogo temeljnega vlagatelja, da bi privabil več zasebnih naložb v javni lastniški kapital MSP, in sicer s partnerstvi z institucionalnimi vlagatelji in naložbami v sklade, osredotočene na izdajatelje, ki so MSP. S pregledoma uredbe o kapitalskih zahtevah (CRR) in direktive Solventnost II se bo razširila baza vlagateljev za izdajatelje, saj se bodo olajšale naložbe bank in zavarovalnic v javni (dolgoročni) lastniški kapital.

Ta predlog je tudi v skladu z novim evropskim programom za inovacije²⁶, objavljenim leta 2022, saj bi z njim kapitalski trgi postali privlačnejši za ustanovitelje podjetij, ker se jim ne bi bilo treba odreči obvladovanju pri kotiranju na javnih trgih.

Predlog upošteva dokaze, na katerih temelji mnenje platforme Pripravljeni na prihodnost o olajšanju dostopa MSP do kapitala in zlasti o poenostavitvi postopkov za uvrstitev vrednostnih papirjev MSP v trgovanje in drugih obveznosti pri kotiranju.

Ker bo ta predlog več MSP omogočil dostop do vse bolj razpršenega financiranja prek kotiranja na zagonskih trgih MSP na podlagi najprimernejše strukture korporativnega upravljanja, bo tudi v skladu s ciljem svežnja pomoči za MSP, ki ga je predsednica Ursula von der Leyen napovedala v govoru o stanju v Uniji septembra 2022.

In končno, določbe predloga o zaščitnih ukrepih so namenjene tudi zaščitni interesov podjetja pred odločitvami, ki povzročajo tveganja za človekove pravice, podnebne spremembe in okolje ali vodijo do negativnih posledic zanje. Predlog je zato v skladu s ciljem politike korporativnega upravljanja Komisije, tj. spodbujanjem trajnostnega in odgovornega ravnanja podjetij, in je zato v skladu s predlogom Komisije za direktivo o primerni skrbnosti podjetij na področju trajnostnosti²⁷, katere cilj je vključiti človekove pravice in okoljske vidike v sisteme korporativnega upravljanja podjetij.

2. PRAVNA PODLAGA, SUBSIDIARNOST IN SORAZMERNOST

• Pravna podlaga

Predlog temelji na členu 114 in členu 50 Pogodbe o delovanju Evropske unije (PDEU).

²³ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o vzpostavitvi evropske enotne točke dostopa, ki zagotavlja centraliziran dostop do javno dostopnih informacij, pomembnih za finančne storitve, kapitalske trge in trajnostnost (COM(2021) 723 final).

²⁴ Predlog uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o spremembi Uredbe (EU) št. 600/2014 v zvezi z izboljšanjem preglednosti podatkov o trgu, odpravo ovir za vzpostavitev sistema stalnih informacij, optimizacijo obveznosti trgovanja in prepovedjo prejemanja plačil za posredovanje naročil strank (COM(2021) 727 final).

²⁵ Predlog direktive Sveta o določitvi pravil o olajšavi za zmanjšanje naklonjenosti zadolževanju v razmerju do lastniškega kapitala in o omejitvi odbitka obresti za namene davka od dohodkov pravnih oseb (COM(2022) 216 final).

²⁶ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Novi evropski program za inovacije (COM(2022) 332 final).

²⁷ Predlog direktive Evropskega parlamenta in Sveta o skrbnem pregledu v podjetjih glede trajnostnosti in spremembi Direktive (EU) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

Člen 114 omogoča sprejetje ukrepov za približevanje določb zakonov in drugih predpisov v državah članicah, katerih predmet je vzpostavitev in delovanje notranjega trga. Uporaba člena 114 je mogoča, kadar razlike med nacionalnimi predpisi ovirajo temeljne svoboščine ali povzročajo izkrivljanje konkurence in tako neposredno vplivajo na delovanje notranjega trga. Cilj predlagane direktive je odpraviti ovire za uresničevanje temeljnih svoboščin, kot sta prosti pretok kapitala in svoboda ustanavljanja. Te ovire izhajajo iz razlik med nacionalnimi zakoni o gospodarskih družbah po EU, saj nekatere države članice svojim podjetjem preprečujejo dostop do javnih trgov prek delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami. To omejuje njihov dostop do kapitala in ovira vzpostavitev enotnega kapitalskega trga v EU.

Člen 50(1) in zlasti člen 50(2), točka (g), PDEU določata, da je EU pristojna za ukrepanje za uresničevanje svobode ustanavljanja v zvezi s posamezno določeno dejavnostjo, zlasti tako da „[usklajuje], kolikor je to potrebno, zaščitne ukrepe, ki jih od družb ali podjetij iz drugega odstavka člena 54 za zaščito interesov družbenikov in tretjih zahtevajo države članice, zato da bi te zaščitne ukrepe izenačili v vsej Uniji“. Namen predlagane direktive je uvesti usklajevalne ukrepe za zaščito interesov delničarjev in drugih deležnikov v podjetjih, da bi zmanjšali razlike med nacionalnimi predpisi in zmanjšali ovire za svobodo ustanavljanja.

- **Subsidiarnost (za neizključno pristojnost)**

V skladu s členom 4 PDEU mora biti ukrepanje EU za dokončanje notranjega trga ocenjeno z vidika načela subsidiarnosti iz člena 5(3) Pogodbe o Evropski uniji (PEU). V skladu z načelom subsidiarnosti se na ravni EU ukrepa le takrat, ko ciljev predlaganih ukrepov ne morejo zadovoljivo doseči države članice same in je zato potrebno ukrepanje na ravni EU. V zvezi z delnicami z večjo glasovalno močjo je malo verjetno, da bi države članice, ki trenutno ne dovoljujejo teh delniških struktur, enostransko in brez zunanjih spodbud v bližnji prihodnosti spremenile svoja pravila, razen če se sprejmejo ukrepi na ravni EU. Razlog za to so predvsem zgodovinski razlogi, nasprotovanje deležnikov v teh državah in dejstvo, da je spreminjanje prava gospodarskih družb, ki se je razvijalo skozi stoletja, pogosto težavno. Morebitne zamude pri uvajanju teh struktur po EU bi lahko še naprej prikrajševale manjša podjetja za možnosti financiranja v tistih državah članicah, ki prepovedujejo delnice z večjo glasovalno močjo. Tudi če bi se države članice odločile ukrepati, bi se lahko pristopi znatno razlikovali, kar bi lahko povzročilo še večjo razdrobljenost.

- **Sorazmernost**

Cilj predlagane direktive je prispevati k pravilnemu delovanju enotnega trga in odpraviti ovire za uresničevanje temeljnih svoboščin, kot sta prosti pretok kapitala in svoboda ustanavljanja. Te ovire povzročajo razlike med nacionalnimi ureditvami na področju prava gospodarskih družb o delniških strukturah in zlasti zmožnostjo podjetij, da sprejmejo delniško strukturo z različnimi glasovalnimi pravicami. Za doseg tega cilja predlog določa le minimalne zahteve za uskladitev in le v zvezi z glavnim pravnim načelom o omogočanju delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami, ki ga dopolnjuje z minimalnimi zaščitnimi ukrepi, potrebnimi za zaščito interesov manjšinskih delničarjev in interesov podjetja. Njeno področje uporabe je tudi omejeno na zagonske trge MSP, zlasti da bi zajemalo MSP, ki bi imela od takega ukrepa največ koristi.

Predlagana direktiva državam članicam omogoča dovolj prožnosti, da določbe predloga ustrezno umestijo v nacionalno pravno ureditev. To dosega z dopolnitvijo pravil z dodatnimi ukrepi, vključno z zaščitnimi ukrepi za delničarje in interese podjetja, če so v skladu s cilji te direktive, ali z omogočanjem delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami v primerih, ki ne spadajo v področje uporabe tega predloga. Zato v skladu z načelom

subsidiarnosti iz člena 5 PEU predlagana direktiva ne presega tega, kar je potrebno za doseg njenih ciljev.

- **Izbira instrumenta**

Integracija enotnega trga EU na področju prava gospodarskih družb, zlasti delniških struktur, se lahko najboljše doseže s približevanjem zakonodaje v obliki uskladitve prek direktive. Uporaba direktive spoštuje različne pravne kulture in sisteme prava gospodarskih družb v državah članicah ter zagotavlja zadostno prožnost pri postopku prenosa za izvajanje skupnih minimalnih standardov na način, ki je združljiv s temi različnimi sistemi.

Priporočilo ne bi moglo doseči zelenega cilja približevanja na tem področju politike, na katerem so bile ugotovljene velike razlike v obvezujoči zakonodaji držav članic. Poleg tega približevanje prek uredbe državam članicam ne bi omogočilo dovolj prožnosti za prilagajanje lokalnim razmeram in ohranjanje skladnosti pravil EU s širšim nacionalnim pravom gospodarskih družb.

3. REZULTATI NAKNADNIH OCEN, POSVETOVANJ Z DELEŽNIKI IN OCEN UČINKA

- **Naknadne ocene/preverjanja primernosti obstoječe zakonodaje**

Ni relevantno.

- **Posvetovanja z deležniki**

V zadnjih letih so se redne ocene Komisije osredotočale na dostop podjetij, zlasti MSP, do javnih trgov. Vprašanja v zvezi z regulativnim bremenom za podjetja pri dostopu do javnih trgov so bila izpostavljena v okviru foruma na visoki ravni za unijo kapitalskih trgov, strokovne skupine deležnikov in akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov iz leta 2020. Komisija je upoštevala tudi obsežne raziskave na to temo, izvedene pri študiji podjetja Oxera²⁸. Da bi pridobili dodatne dokaze o teh vprašanjih, je bil novembra 2021 objavljen poziv k predložitvi dokazov ter se je začelo javno in ciljno usmerjeno posvetovanje o aktu o kotiranju. Posvetovanja so potekala 14 tednov (od 19. novembra 2021 do 25. februarja 2022).

Komisija je aprila 2022 organizirala tudi dva tehnična sestanka/delavnici z deležniki iz sektorja, da bi nadalje izpopolnila obravnavane možnosti politike.

Poleg tega je Komisija 15. oktobra 2021, 17. maja 2022 in 30. maja 2022 cilje predloga predstavila strokovni skupini Evropskega odbora za vrednostne papirje.

Organiziran je bil tudi sestanek s koordinatorji Odbora za ekonomske in monetarne zadeve (ECON) Evropskega parlamenta, na katerem so bili 17. maja 2022 predstavljeni cilji predloga.

In končno, 12. septembra 2022 je bilo organizirano srečanje s strokovno skupino za pravo gospodarskih družb.

Javna in ciljno usmerjena posvetovanja

V javnih in ciljno usmerjenih posvetovanjih so sodelujoči poudarili, da je eden od ključnih razlogov za to, da se mnogo visokotehnoloških, hitro rastočih izdajateljev odloči za kotiranje na borzi v državah, ki niso članice EU (kot so ZDA ali Združeno kraljestvo), prožnost, ki jo te

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, Final report, november 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

jurisdikcije zagotavljajo izdajateljem glede delnic z večjo glasovalno močjo²⁹. Podobno so nekateri sodelujoči³⁰ poudarili, da so številna podjetja iz EU nedavno prenesla svoje statutarne sedeže iz držav z omejenimi možnostmi za izdajo delnic z večjo glasovalno močjo (npr. Italija, Nemčija in Španija) na Nizozemsko, tj. državo, ki je sprejela manj strog in prožen pristop k delniškim strukturam z različnimi glasovalnimi pravicami³¹. 64 % sodelujočih je menilo, da bi bilo v zakonodaji EU koristno določiti, da lahko izdajatelji po vsej EU kotirajo na mestu trgovanja EU z uporabo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami.

Večina sodelujočih v posvetovanju (83 %) ³² je menila, da je uporaba delnic z večjo glasovalno močjo, kadar je dovoljena, dejansko spodbudila več podjetij h kotiranju na javnih trgih. Na vprašanje o vplivu, ki ga imajo delnice z večjo glasovalno močjo na privlačnost podjetja za vlagatelje, je večina sodelujočih (pretežno izdajatelji in borze) odgovorila, da je učinek pozitiven ali nevtralen³³. Ti sodelujoči so opozorili, da delnice z večjo glasovalno močjo ne zmanjšujejo zanimanja vlagateljev, če so vzpostavljeni nekateri zaščitni ukrepi, in poudarili, da je preglednost ključnega pomena za zagotovitev, da lahko vlagatelji sprejemajo popolnoma informirane naložbene odločitve.

Anketiranci, ki so menili, da je učinek na privlačnost negativen (vključno z dvema pristojnima nacionalnima organoma in nekaterimi združenji vlagateljev), so izrazili zaskrbljenost zaradi odprave načela „ena delnica en glas“. Eden od sodelujočih je zlasti opozoril, da lahko delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami ogrozijo obstoječe mehanizme odgovornosti v pravu o korporativnem upravljanju, kot je zmožnost delničarjev, da izvolijo direktorje, in privedejo do utrditve položaja vodstva. Vendar so nekateri celo med sodelujočimi, ki so menili, da je učinek nekoliko negativen ali negativen, opozorili, da so delnice z večjo glasovalno močjo v nekaterih okoliščinah koristne (zlasti za hitro rastoča, inovativna podjetja, ki jih vodijo ustanovitelji in ki želijo kotirati na borzi). Opozorili so, da bi bilo treba pri vseh predlaganih spremembah doseči ustrezno ravnotežje. To ravnotežje bi moralo ustrezno ščititi upravljanje, npr. z omejevanjem odločitev, ki se lahko sprejmejo z dodatnimi glasovalnimi pravicami, omogočiti podjetjem, ki jih vodijo ustanovitelji, da zbirajo sredstva na javnem trgu, in ohraniti dolgoročno vizijo ustanovitelja za podjetje.

Sodelujoči so zato poudarili, da bi bilo treba kakršno koli prožnost v zvezi z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami obravnavati tako, da se zaščitijo standardi upravljanja (po možnosti s klavzulami o omejitvi veljavnosti, določbami o neprenosljivosti, samodejnim preklicem/pretvorbo ob izstopu itd.).

Priporočila strokovne skupine

Forum na visoki ravni o uniji kapitalskih trgov je priporočil, da bi morala imeti podjetja možnost, da se odločijo za delniško strukturo z različnimi glasovalnimi pravicami, ko začnejo kotirati. Strokovna skupina je ugotovila, da bi take strukture podjetjem pomagale preprečiti, da jih prevzamejo večja podjetja, spodbudile lastnike k ohranjanju rasti in podpirale dolgoročno naravnost podjetja, hkrati pa bi še naprej ponujale kotiranje kot privlačno možnost financiranja. Vendar je poudarila, da je treba to uravnotežiti z dejstvom, da je s tem drugim delničarjem onemogočeno izvajanje njihovih nalog vodenja in upravljanja.

²⁹ Deležniki, ki podpirajo to stališče, vključujejo investicijske banke, združenja trgov vrednostnih papirjev, predstavnike finančnih ministrstev in združenja zasebnega lastniškega kapitala.

³⁰ To sta omenila dva deležnika z Nizozemske.

³¹ Do zdaj se je nekaj podjetij preselilo na Nizozemsko, da bi tam kotiralo na borzi, zaradi privlačnosti sistema delnic z večjo glasovalno močjo. Vendar podatkov, ki bi to potrjevali, ni na voljo.

³² Tj. 34 od 41 sodelujočih.

³³ 22 % (devet sodelujočih) je odgovorilo pozitivno ali rahlo pozitivno, 29 % (12 sodelujočih) nevtravno, 36 % sodelujočih (t.j. 15, večinoma vlagateljev in pristojnih nacionalnih organov) pa je odgovorilo negativno ali rahlo negativno.

Strokovna skupina deležnikov je to priporočilo v celoti podprla in zatrdila, da bi moralo biti v pristojnosti izdajateljev, da se odločijo, ali bodo vključili klavzulo o omejitvi veljavnosti ali največji dovoljeni tehtani delež glasov.

Srečanja z deležniki

Na dveh strokovnih delavnicah za deležnike, ki ju je organizirala Komisija, ni bilo pomembnega prispevka o delnicah z večjo glasovalno močjo. Nekateri deležniki (borze) so jasno podprli uskladitev na ravni EU, saj bi to povečalo privlačnost kotiranja. Nasprotno pa so drugi deležniki (vlagatelji) menili, da takšna uskladitev ni potrebna, hkrati pa so opozorili, da bi bili, če bi razmislili o takem pristopu, pomembni ustrezni zaščitni ukrepi.

Srečanja s strokovno skupino Evropskega odbora za vrednostne papirje Komisija je predstavila možne nadaljnje korake v zvezi z aktom o kotiranju v okviru projekta unije kapitalskih trgov. Delegacije, ki so sodelovale v razpravi, so na splošno podprle cilj Komisije glede izboljšanja privlačnosti javnih trgov EU ob hkratnem zagotavljanju zaščite vlagateljev in integritete trgov. Natančneje, 13 držav članic, ki je izrazilo mnenje, je pokazalo, da so pripravljene razmisliti o minimalni uskladitvi določb o delnicah z večjo glasovalno močjo v pravu EU.

Sestanek s koordinatorji odbora ECON v Evropskem parlamentu

Evropski poslanci koordinatorji, ki so sodelovali v razpravi, so pozdravili predlog Komisije o nadaljnjem ukrepanju v zvezi z aktom o kotiranju in priznali težave z javnimi trgi EU. Poudarili so, da mora Komisija najti pravo ravnotežje, da bodo lahko vsa podjetja, zlasti MSP, dostopala do javnih trgov za financiranje, hkrati pa se bo zagotovila ustrezna zaščita vlagateljev.

Srečanje s strokovno skupino za pravo gospodarskih družb

Srečanje s strokovno skupino za pravo gospodarskih družb je bilo organizirano, da bi se izmenjala mnenja o obstoječih nacionalnih delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami v nekaterih državah članicah. Več držav članic je prispevalo mnenje, da bi dodatno utemeljile svoje odgovore na anketo Komisije (julij–avgust 2022).

• Zbiranje in uporaba strokovnih mnenj

Komisija je zbrala znatno količino podatkov neposredno od borz, izdajateljev in združenj MSP. Poleg tega je strokovna skupina deležnikov (delovala je od oktobra 2020 do maja 2021) predložila nekaj dokazov in tudi prispevek s trga. Komisija je novembra 2020 od družbe Oxera naročila študijo o primarnih in sekundarnih trgih lastniških vrednostnih papirjev v EU, ki je zagotovila zelo podroben pregled trga³⁴, ki je bil podprt tudi s podatki.

Komisija je pred tem naročila študijo o sorazmernosti med lastništvom in obvladovanjem v podjetjih, ki kotirajo na borzi v EU, ki se je zaključila s *poročilom o načelu sorazmernosti v EU* (objavljenim leta 2007)³⁵. Ugotovitve tega poročila so bile nedavno potrjene v drugi

³⁴ V študiji o primarnih in sekundarnih trgih lastniških vrednostnih papirjev v EU (*Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*) je bilo regulatorjem priporočeno, naj omilijo omejitve za mehanizme za povečanje obvladovanja (kot so delnice z večjo glasovalno močjo), da bi se podjetja spodbudilo h kotiranju, ne da bi se morali lastniki odpovedati obvladovanju svojih podjetij.

³⁵ V študiji o sorazmernosti med lastništvom in obvladovanjem v državah članicah je bilo ugotovljeno, da nobena jurisdikcija EU v analiziranem vzorcu ni izbrala izključno načela „ena delnica en glas“. Celo tiste države članice, ki so do neke mere uradno sprejele načelo „ena delnica en glas“, so odobrile različne mehanizme za povečanje obvladovanja, kot so zgornje meje za glasovalne pravice ali prednostne delnice brez glasovalne pravice. Te ugotovitve so bile nato potrjene v študiji iz leta 2018 o zaščiti manjšinskih delničarjev. Ta študija vsebuje oddelek o uporabi načela „ena delnica en glas“ v

študiji o zaščiti manjšinskih delničarjev, ki jo je zahtevala Komisija in je bila objavljena leta 2018.

Ocena učinka je bila izvedena na podlagi obsežnih kvalitativnih in kvantitativnih prispevkov javnosti ter ciljno usmerjenih posvetovanj o dokumentu Akt o kotiranju: privlačnejši javni kapitalski trgi za podjetja v EU in lažji dostop MSP do kapitala.

Drugi uporabljeni viri so vključevali obsežno akademsko literaturo in raziskave, zlasti s preučitvijo jurisdikcij, ki že imajo delnice z večjo glasovalno močjo ali so nedavno sprejele zakonodajo, ki jih dovoljuje. Veliko je bilo tudi dodatnih prispevkov različnih panožnih združenj.

- **Ocena učinka**

Temu predlogu je priložena ocena učinka, ki je bila 10. junija 2022 predložena Odboru za regulativni nadzor. Odbor jo je s pridržki odobril 8. julija 2022.

Odbor je zahteval spremembo osnutka ocene učinka, s katero bi se pojasnilo naslednje: (i) povezanost in skladnost pobude za akt o kotiranju z drugimi sorodnimi pobudami na kapitalskih trgih; (ii) tveganja in omejitve analize ter priznanje nenamernih posledic; in (iii) različna stališča različnih kategorij deležnikov o opredelitvi problema, možnostih in njihovem učinku. Pripombe, ki jih je dal odbor, so bile obravnavane in vključene v končno različico ocene učinka.

V oceni učinka je analiziranih več možnosti politike za povečanje privlačnosti kotiranja na kapitalskih trgih EU z racionaliziranimi, jasnimi in prožnejšimi regulativnimi obveznostmi, da bi se zmanjšali stroški, povezani s pridobivanjem kapitala na javnih trgih za podjetja vseh velikosti.

V oceni učinka so opisani trije dejavniki, ki pojasnjujejo težave, povezane s tremi fazami cikla kotiranja: fazo pred prvo javno ponudbo, sam postopek prve javne ponudbe in fazo po prvi javni ponudbi. Dejavnik, ki je bil opredeljen kot pomemben za to predlagano direktivo, se nanaša na neenake možnosti za podjetja v EU glede strukture upravljanja pri kotiranju zaradi različnih nacionalnih pravil o delnicah z večjo glasovalno močjo.

Z regulativnimi spremembami, določenimi v možnostih politike, ni bilo mogoče obravnavati vseh izzivov, s katerimi se soočajo javni trgi EU. Vendar je cilj sprememb skupaj z drugimi ukrepi, ki se obravnavajo kot del širšega načrta za izboljšanje dostopa podjetij do javnih kapitalskih trgov, pomagati obrniti trenuten negativen trend na javnih trgih EU. Brez teh regulativnih izboljšav bi se javni trgi EU še naprej zanašali na neoptimalen regulativni okvir za kotiranje, kar bi zmanjšalo privlačnost javnih trgov. To bi povzročilo gospodarske stroške za izdajatelje v EU, vlagatelje v EU in gospodarstvo EU kot celoto. Osnovni scenarij zato ne vključuje sprememb zakonodajnega okvira, ki ureja pravila za podjetja, ki želijo kotirati ali že kotirajo.

Prednostna možnost politike za fazo pred prvo javno ponudbo predvideva minimalno uskladitev nacionalnih zakonov, ki urejajo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, hkrati pa državam članicam prepušča presojo glede oblike. V skladu s to možnostjo bi morale države članice, ki trenutno prepovedujejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, spremeniti svojo zakonodajo, da bi omogočile takšne strukture upravljanja. Ta možnost ne bi pomenila dodatnih daljnosežnih omejitev za tiste države članice, ki imajo trenutno vzpostavljeno prožno in dobro delujočo ureditev.

državah članicah, kjer je ugotovljeno, da nacionalni pravni okviri držav članic tega načela ne obravnavajo kot temeljnega.

Učinkovita bi bila pri spodbujanju podjetij (s sedežem v državah članicah, ki trenutno prepovedujejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami) h kotiranju. Z zagotovitvijo, da se lahko podjetja uvrstijo v trgovanje v vseh državah članicah z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami, bi prednostna možnost ustanoviteljem in lastnikom podjetij omogočila, da omejijo izgubo obvladovanja, ki je običajno povezana s kotiranjem. To pa bi odprlo nove možnosti financiranja za tista podjetja, ki sicer ne bi razmišljala o kotiranju. Ustvarilo bi tudi znatne prihranke pri stroških za podjetja, ki morajo trenutno kotirati v tujini, da imajo koristi zaradi prožnosti. Poleg tega bi delnice z večjo glasovalno močjo ustanoviteljem (ko kotirajo na borzi) pomagale, da se izognejo kratkoročnim tržnim pritiskom in se osredotočijo na svojo dolgoročno vizijo za podjetje.

Pri prednostni možnosti bi bile države članice prožne pri določanju zaščitnih ukrepov in pogojev v zvezi z delnicami z večjo glasovalno močjo. Vendar bi morale zagotoviti skladnost z nekaterimi najpomembnejšimi načeli in minimalnimi zaščitnimi ukrepi, določenimi na ravni EU. Ti vključujejo potrebo po zagotovitvi ustreznega ravnotežja med interesi ustanoviteljev in zaščito manjšinskih vlagateljev ter zaščito interesov podjetja. Ker bi morale države članice pri uvajanju teh delniških struktur v svoje nacionalne sisteme upoštevati interese vlagateljev in interese podjetja, bi ta možnost zagotovila zaščito vlagateljev. Poleg tega bi bili zaščitni ukrepi in pogoji prilagojeni posebnim značilnostim lokalnih trgov, trgi, ki že imajo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, pa bi ohranili svojo prožnost.

Druga možnost (ki ni prednostna) zagotavlja največjo možno uskladitev delnic z večjo glasovalno močjo z uvedbo podrobnega sklopa pravil, vključno z zaščitnimi ukrepi za manjšinske vlagatelje in podjetje, kot so klavzule o omejitvi glasovalne moči, klavzule o omejitvi veljavnosti, klavzule o omejitvi števila glasov, vezanih na eno delnico, vse to pa bi skušalo manjšinske vlagatelje in podjetje zaščititi pred neželenimi učinki teh delniških struktur. Poleg tega bi lahko pri tej možnosti pravo Unije predpisovalo tudi, kdo lahko ima delnice z večjo glasovalno močjo, pri katerih odločitvah se upoštevajo dodatne glasovalne pravice in pod katerimi pogoji (ter ali) se lahko prenesejo na tretjo osebo. Ta možnost bi bila precej stroga, saj bi morale vse države članice izvajati enak tog okvir, vključno z enakimi zaščitnimi ukrepi, ki ne bi omogočali prožnosti za države članice, ki že imajo dobro delujoč sistem.

Zato bi bila prednostna možnost, ki bi bila učinkovita, tudi stroškovno učinkovitejša za deležnike, zlasti izdajatelje: državam članicam, ki že imajo vzpostavljene ureditve za delnice z večjo glasovalno močjo, ne bi bilo treba spreminjati svojih pravil, podjetjem v teh državah članicah pa se ne bi bilo treba prilagoditi novi ureditvi in ne bi imela dodatnih stroškov. Veliko strožja alternativna možnost (tj. ne prednostna možnost) bo verjetno povzročila veliko višje stroške (prilagoditve) za države članice in izdajatelje po vsej EU. Čeprav se lahko splošni interesi vlagateljev in interesi podjetja bolje zaščitijo na ravni EU v okviru alternativne možnosti, je ta morda neprimerna za nekatere države članice, v katerih se zdi, da sedanji (prožni) dogovori o delnicah z večjo glasovalno močjo ne vplivajo negativno na vlagatelje.

Pričakuje se, da bo imel predlog neposreden gospodarski učinek v smislu povečanja dostopa podjetij v EU do alternativnih virov financiranja. Verjetno je, da bo to privedlo do več spodbud za izdajatelje, da kotirajo na javnih trgih v državah članicah, kjer te strukture niso dovoljene. Zato lahko skupaj z drugimi ukrepi za izboljšanje razmer privede do skupno več javnih izdaj v EU, kar bo prispevalo k splošni rasti kapitalskih trgov EU.

Kar zadeva vplive na okolje, vključno z načelom, da se ne škoduje bistveno, in preverjanjem skladnosti s podnebnimi cilji, se pričakuje, da bo ta predlog posredno pozitivno vplival na okolje, saj lahko podjetja, ki prejemajo finančna sredstva na javnih trgih, sodelujejo pri

razvoju in inovacijah na področju novih okolju prijaznih tehnologij. Poleg tega bi morala uvedba posebnih zaščitnih ukrepov čim bolj zmanjšati vpliv na podjetje, ki bi izhajal iz odločitev, ki bi lahko imele negativne posledice za človekove pravice, podnebje in okolje. Ta predlog bi prispeval tudi k razvoju bolj odprtih in konkurenčnih kapitalskih trgov, kar bi koristilo zlasti hitreje rastočim podjetjem v inovativnih in raziskovalno intenzivnih sektorjih, ki imajo običajno večje potrebe po kapitalu. Boljši dostop do financiranja bo tem podjetjem omogočil, da hitreje rastejo in namenijo več finančnih sredstev programom raziskav in razvoja, ki lahko prispevajo k ciljem evropskega zelenega dogovora.

Predlog lahko vodi do posrednega pozitivnega socialnega učinka, pod pogojem, da se pri prednostni možnosti doseže cilj prispevati k olajšanju dostopa podjetij do javnih trgov, pri čemer bi lahko imela zdaj koristi od bolj razpršenih in večjih virov financiranja, kar bi omogočilo vključevanje v socialne inovacije in zaposlovanje več ljudi. Ker se pobuda osredotoča zlasti na MSP (z nekaterimi ukrepi, ki so neposredno namenjeni njim), bo (posredni) učinek na zaposlovanje verjetno še posebej pomemben. Danes MSP v EU zaposlujejo približno 100 milijonov ljudi, predstavljajo več kot polovico BDP EU in imajo ključno vlogo pri dodajanju vrednosti v vseh gospodarskih sektorjih³⁶. Predstavljajo kar 99,8 % podjetij EU³⁷. Z bolj prilagojenim in širšim dostopom do financiranja bodo ta podjetja zdaj lahko rasla hitreje, kar bo pozitivno vplivalo na zaposlovanje po vsej EU. Zato se pričakuje, da bodo ukrepi kot del širšega svežnja za olajšanje dostopa MSP do financiranja na kapitalskih trgih pozitivno vplivali na trg dela EU in povečali gospodarsko kohezijo.

Ta predlog bo verjetno posredno pozitivno vplival na digitalizacijo, saj bo zagotovil širše in bolj razpršene vire financiranja za kapitalsko intenzivne projekte in podjetja, vključno s tistimi, ki se osredotočajo na digitalizacijo in inovacije.

V oceni učinka je ugotovljeno, da bo predlagani sveženj ukrepov prispeval k splošnemu cilju unije kapitalskih trgov, tj. olajšati dostop do kapitalskih trgov za podjetja. Ta sveženj ukrepov bo podpiral podjetja, ki kotirajo na mestih trgovanja v EU, tako da bo zmanjšal njihovo upravno breme in omogočil večjo likvidnost. Vendar je v oceni učinka poudarjeno tudi, da regulativni ukrepi, vključeni v to pobudo, sami po sebi ne bi nujno povzročili večjega števila javnih kotiranj v EU, saj je kotiranje odvisno od številnih različnih dejavnikov.

- **Primernost in poenostavitve ureditve**

Učinki v obliki upravnih stroškov, povezani z načelom „za enega sprejetega se eden odpravi“, niso bili ugotovljeni, čeprav se pričakuje, da bodo zaradi te pobude nastali nekateri stroški zaradi prilagoditve. Podjetja lahko imajo minimalne neposredne stroške zaradi prilagoditve, ker bodo morala zagotoviti, da je kotiranje strukturirano v skladu z novimi pravili in, natančneje, z vzpostavljenimi zaščitnimi ukrepi za zaščito vlagateljev.

- **Temeljne pravice**

Ta predlog spoštuje temeljne pravice in svoboščine, določene v Listini Evropske unije o temeljnih pravicah. Za to pobudo so pomembni prosti pretok oseb in storitev ter pravica do ustanavljanja, ki spadajo med temeljne pravice in svoboščine, zaščitene s Pogodbo o Evropski uniji in Pogodbo o delovanju Evropske unije.

Predlog vpliva na pravico do zasebnosti in varstva osebnih podatkov nekaterih delničarjev in oseb, ki uveljavljajo glasovalne pravice v podjetju, ter imetnikov vrednostnih papirjev s posebnimi pravicami do obvladovanja. Namen določbe, ki zahteva razkritje identitete teh delničarjev in oseb, je okrepiti zaupanje vlagateljev in olajšati sprejemanje informiranih

³⁶ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Svetu, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij – Strategija za MSP za trajnostno in digitalno Evropo (COM(2020) 103 final).

³⁷ Eurostat, ključni podatki za leto 2018 (europa.eu).

naložbenih odločitev, s čimer se bosta povečali zaščita vlagateljev in učinkovitost trgov. Ker je vlagatelj lahko kateri koli član širše javnosti, bi morale biti te informacije javno dostopne. Določba ne presega tistega, kar je potrebno za zaščito interesov vlagateljev za sprejemanje informiranih odločitev in za zagotavljanje zaupanja vlagateljev. Poleg tega predlog zahteva razkritje osebnih podatkov le tistim delničarjem in osebam, ki imajo pomembna pooblastila za odločanje ali lahko kako drugače uveljavljajo pravice do obvladovanja v podjetju. Če takega razkritja ne bi bilo, vlagatelji ne bi mogli sprejeti popolnoma informiranih naložbenih odločitev.

4. PRORAČUNSKÉ POSLEDICE

Ta pobuda predvidoma ne bo imela omembe vrednih posledic za proračun EU.

5. DRUGI ELEMENTI

• Načrti za izvedbo ter ureditev spremljanja, ocenjevanja in poročanja

Ocena je predvidena 5 let po izvajanju ukrepa in v skladu s smernicami Komisije o boljšem pravnem urejanju. Njen cilj bo med drugim oceniti, kako uspešna in učinkovita je bila direktiva pri doseganju ciljev politike, in sprejeti odločitev o tem, ali so potrebni novi ukrepi ali spremembe. Države članice bodo Komisiji predložile potrebne informacije za pripravo te ocene.

• Natančnejša pojasnitev posameznih določb predloga

Člen 1 določa predmet urejanja. Člen 1 zlasti določa, da se ta direktiva nanaša le na sprejetje delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami s strani podjetij, ki želijo prvič kotirati na zagonskem trgu MSP v eni ali več državah članicah.

Člen 2 določa opredelitve pojmov, ki se uporabljajo v tej direktivi in vključujejo „podjetje“, „delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami“, „delnice z večjo glasovalno močjo“ in „zagonski trg MSP“.

Člen 3 pojasnjuje, da je ta akt direktiva o minimalni uskladitvi in da lahko države članice sprejmejo ali ohranijo nacionalne določbe, ki podjetjem omogočajo, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami v primerih, ki jih ta direktiva ne zajema.

Člen 4 določa načelo, da morajo države članice zagotoviti, da lahko podjetja sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, ko želijo prvič uvrstiti svoje delnice v trgovanje na zagonskem trgu MSP. Člen 4 zagotavlja tudi, da države članice podjetjem omogočajo prožnost, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, preden uvrstijo svoje delnice v trgovanje. V teh primerih imajo države članice možnost določiti, da se lahko večje glasovalne pravice, povezane z delnicami z večjo glasovalno močjo, uporabijo šele po uvrstitvi v trgovanje.

Člen 5 določa obveznost držav članic, da zagotovijo pošteno in enako obravnavo delničarjev ter ustrezno zaščito interesov podjetja in delničarjev, ki nimajo delnic z večjo glasovalno močjo, z uvedbo ustreznih zaščitnih ukrepov. V ta namen člen 5 določa minimalno raven usklajenosti v zvezi z zaščitnimi ukrepi, tako da od držav članic zahteva, da vključijo nekatere zaščitne ukrepe, ki so navedeni v členu. V členu 5 so navedeni tudi dodatni zaščitni ukrepi, ki jih lahko države članice predvidijo v ta namen.

Člen 6 določa zahteve po razkritju za podjetja, ki so sprejela delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, ki se uporabljajo ob uvrstitvi delnic podjetja v trgovanje in nato redno vsako leto. Razkritja vključujejo informacije v zvezi s strukturo delniškega kapitala

podjetja, značilnostmi delnic z večjo glasovalno močjo in prisotnostjo drugih mehanizmov za povečanje obvladovanja v podjetju.

Člen 7 vsebuje določbo o pregledu te direktive.

Člen 8 vsebuje določbe o prenosu te direktive.

Člen 9 določa datum začetka veljavnosti te direktive.

Člen 10 določa naslovnike te direktive.

Predlog

DIREKTIVA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami v podjetjih, ki želijo uvrstiti svoje delnice v trgovanje na zagonskem trgu MSP

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKI PARLAMENT IN SVET EVROPSKE UNIJE STA –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije in zlasti člena 50(1), člena 50(2), točka (g), in člena 114 Pogodbe,

ob upoštevanju predloga Evropske komisije,

po posredovanju osnutka zakonodajnega akta nacionalnim parlamentom,

ob upoštevanju mnenja Evropskega ekonomsko-socialnega odbora³⁸,

v skladu z rednim zakonodajnim postopkom,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Za povečanje privlačnosti zagonskih trgov MSP in zmanjšanje neenakosti za podjetja, ki se želijo uvrstiti v trgovanje na enotnem trgu, je treba odpraviti ovire za dostop do takih trgov, ki izhajajo iz regulativnih ovir. Podjetja bi morala imeti možnost, da izberejo strukture upravljanja, ki najbolj ustrezajo njihovi razvojni fazi, tudi tako, da obvladujočim delničarjem teh podjetij omogočijo, da ohranijo nadzor nad poslovanjem po dostopu do zagonskih trgov MSP, hkrati pa uživajo ugodnosti, povezane s trgovanjem na teh trgih, dokler se še naprej varujejo pravice manjšinskih delničarjev.
- (2) Strah pred izgubo obvladovanja podjetja je eden od glavnih dejavnikov, ki odvrča obvladujoče delničarje od dostopa do zagonskih trgov MSP. Uvrstitev v trgovanje običajno vključuje razvodenitev lastništva za obvladujoče delničarje, s čimer se zmanjša njihov vpliv na pomembne naložbe in poslovne odločitve v podjetju. Ohranjanje obvladovanja podjetja je lahko zlasti pomembno za zagonska podjetja in podjetja z dolgoročnimi projekti, ki zahtevajo znatne začetne stroške, saj želijo uresničiti svojo vizijo, ne da bi postala preveč izpostavljena tržnim nihanjem.
- (3) Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, so učinkovit mehanizem, ki obvladujočim delničarjem omogoča, da ohranijo pooblastila za odločanje v podjetju, hkrati pa pridobivajo finančna sredstva od javnosti. Delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami so oblika mehanizma za povečanje obvladovanja, ki vključuje vsaj dva razločljiva razreda delnic z različnim številom glasovalnih pravic. V takih strukturah ima vsaj eden od razredov delnic manjšo glasovalno moč kot drug razred (ali razredi) delnic z glasovalnimi pravicami. Delnica z višjim številom glasov je delnica z večjo glasovalno močjo.

³⁸ UL C [...], [...], str. [...].

- (4) Poleg delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami obstajajo tudi drugi mehanizmi za povečanje obvladovanja, ki omogočajo vzvod za povečanje glasovalne moči. Taki mehanizmi lahko vključujejo delnice brez glasovalne pravice, prednostne delnice brez glasovalne pravice in zgornje meje za glasovalne pravice. Vendar lahko ti alternativni mehanizmi za povečanje obvladovanja zaradi toge zasnove omejijo znesek kapitala, ki ga lahko podjetje zbere ob uvrstitvi v trgovanje na zagonskih trgih MSP zaradi večje povezanosti med ekonomskim deležem in glasovalnimi pravicami.
- (5) Delnice zvestobe tako kot delnice z večjo glasovalno močjo delničarju zagotavljajo večje glasovalne pravice. Delničar lahko pridobi dodatne glasovalne pravice, povezane z delnicami zvestobe, če poseduje delnico določen čas in izpolnjuje določene pogoje. Delnice zvestobe so mehanizem za povečanje obvladovanja, ki je zasnovan tako, da spodbuja stabilnejše, dolgoročno usmerjeno lastništvo med delničarji, ne povečuje pa privlačnosti zbiranja finančnih sredstev od javnosti. Zato ni primerno, da bi delnice zvestobe vključili v področje uporabe te direktive.
- (6) Med državami članicami obstajajo precejšnje razlike med nacionalnimi določbami o delnicah z večjo glasovalno močjo. Nekatere države članice dovoljujejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, druge pa jih prepovedujejo. V nekaterih državah članicah je prepoved delnic z večjo glasovalno močjo omejena na delniške družbe, v drugih pa velja za vsa podjetja. Razlike v nacionalnih ureditvah ustvarjajo ovire za prosti pretok kapitala na notranjem trgu. Poleg tega regulativna razdrobljenost ustvarja neenake konkurenčne pogoje za podjetja v različnih državah članicah. Podjetja v državi članici, ki prepoveduje delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, se morajo preseliti v drugo državo članico ali celo iz Unije, če se želijo uvrstiti v trgovanje z delnicami z večjo glasovalno močjo, in se zato soočajo z višjimi stroški. V nekaterih primerih se lahko podjetja zaradi teh višjih stroškov odločijo, da ne bodo zbirala sredstev od javnosti, kar lahko omeji njihove možnosti financiranja. Taki premisleki so zlasti pomembni za MSP in zagonska podjetja, ki nimajo finančnih sredstev za kritje teh stroškov.
- (7) Države članice bi morale podjetjem omogočiti, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, ki bi jim omogočile, da se uvrstijo v trgovanje na zagonskem trgu MSP, ne da bi se morali njihovi obvladujoči delničarji odreči obvladovanju. Medtem ko je uvrstitev v trgovanje na reguliranih trgih primernejša za večja in zrela podjetja, so zagonski trgi MSP na splošno primernejši za MSP. Zagonski trgi MSP so bili prvotno zasnovani kot mesta trgovanja, namenjena MSP, z regulativno obravnavo, ki upošteva posebnosti MSP. Vendar vsa podjetja, katerih vrednostni papirji kotirajo na zagonskih trgih MSP, niso MSP. Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta³⁹ zahteva, da MSP predstavljajo vsaj 50 % izdajateljev finančnih instrumentov, uvrščenih v trgovanje na zagonskih trgih MSP. Podjetja, ki niso MSP, imajo na splošno bolj likvidne vrednostne papirje, zato lahko zaradi njihove uvrstitve na zagonske trge MSP ti ustvarjajo višje pristojbine za trgovanje, s čimer ohranjajo dobičkonosnost svojega poslovnega modela. Da pa bi vlagateljem zagotovili jasnost, za vse izdajatelje na zagonskih trgih MSP, ne glede na njihovo velikost, trenutno veljajo enaka pravila. Zato je primerno, da se za vsa podjetja, ki želijo, da se njihove delnice prvič uvrstijo v trgovanje na zagonskem trgu MSP, uvede pravica, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami.

³⁹ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

- (8) Države članice bi morale imeti možnost, da uvedejo ali ohranijo v veljavi nacionalne določbe, ki podjetjem omogočajo, da sprejmejo te strukture za namene, ki niso prva uvrstitev delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP. To vključuje omogočanje podjetjem, da uvedejo delnice z večjo glasovalno močjo, ko so že uvrščena v trgovanje, kadar se želijo uvrstiti v večstranski sistem trgovanja, ki ni registriran kot zagonski trg MSP, ali na regulirani trg, ali zagotavljanje, da lahko zasebna podjetja uvedejo delnice z večjo glasovalno močjo ne glede na to, ali nameravajo zaprositi za uvrstitev svojih delnic v trgovanje. To lahko vključuje tudi primere, ko podjetja preidejo z zagonskega trga MSP na reguliran trg, pri čemer obdržijo delnice z večjo glasovalno močjo.
- (9) Podjetja lahko sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami z novo izdajo delnic ali drugim korporacijskim dejanjem, kot je pretvorba že izdanih delnic. Podjetja bi morala imeti prožnost, da v skladu z nacionalno zakonodajo izberejo najustreznejše korporacijsko dejanje za sprejetje delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami. Poleg tega bi morala biti podjetjem omogočena tudi prožnost glede časovnega okvira za sprejetje delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami, če to storijo z namenom prvič uvrstiti delnice v trgovanje na zagonskem trgu MSP. Države članice podjetjem ne bi smele preprečevati, da pred uvrstitvijo delnic v trgovanje sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami. Vendar bi bilo treba državam članicam dovoliti, da določijo, da je uveljavljanje večjih glasovalnih pravic, tj. dodatnih glasovalnih pravic, vezanih na delnice z večjo glasovalno močjo, v primerjavi z glasovalnimi pravicami delnic drugih razredov, pogojeno z uvrstitvijo delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP v eni ali več državah članicah. V tem primeru in do uvrstitve v trgovanje bi morale imeti delnice z večjo glasovalno močjo enake glasovalne pravice kot drugi razredi delnic v podjetju. To bi zagotovilo, da bi delnice z večjo glasovalno močjo spodbujale prav prvo uvrstitev v trgovanje na zagonskih trgih MSP.
- (10) Zaradi zmanjšane glasovalne moči neobvladujočih delničarjev v podjetju glede na njihove naložbe lahko delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami obvladujočim delničarjem tega podjetja zagotovijo neprekinjeno obvladovanje in tako vodijo do utrditve položaja obvladujočih delničarjev. To lahko poveča tveganje, da bodo obvladujoči delničarji z obvladovanjem pridobili koristi samo zase. Za obvladovanje teh tveganj bi morali za sprejetje delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami veljati zaščitni ukrepi za zaščito manjšinskih delničarjev.
- (11) Države članice, ki dovoljujejo delnice z večjo glasovalno močjo, zagotavljajo zaščitne ukrepe za zaščito manjšinskih delničarjev in interesov podjetja. Vendar se obstoječi zaščitni ukrepi med državami članicami razlikujejo zaradi nacionalnih posebnosti in različnih sistemov prava gospodarskih družb. Ob upoštevanju ciljev notranjega trga, kot so določeni zlasti v členu 50(2), točka (g), Pogodbe o delovanju Evropske unije, bi morale države članice v svoji nacionalni zakonodaji o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami zagotoviti usklajen pristop v zvezi z zaščito interesov manjšinskih delničarjev in podjetja. To vključuje zaščito pred odločitvami, ki povzročajo tveganja za človekove pravice, podnebne spremembe in okolje ali vodijo do negativnih posledic zanje. Na podlagi tega usklajenega pristopa bi morale vse države članice zagotoviti, da se vsaka odločitev o sprejetju delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami ali o spremembi te strukture, če vpliva na glasovalne pravice, sprejme s kvalificirano večino na skupščini delničarjev. Poleg tega bi morale države članice omejiti glasovalno moč delnic z večjo glasovalno močjo z uvedbo omejitev glede zasnove take delniške strukture ali glede uveljavljanja

glasovalnih pravic, povezanih s takimi delnicami, pri sprejemanju nekaterih odločitev. Omejitev uveljavljanja glasovalnih pravic se lahko izvede z zahtevo, da je za odobritev s kvalificirano večino potrebna kvalificirana večina glasov, oddanih na skupščini delničarjev, in delniškega kapitala, zastopanega na skupščini delničarjev.

- (12) Državam članicam bi morala biti prepuščena presoja, da po potrebi uvedejo dodatne zaščitne ukrepe za zagotovitev ustrezne zaščite interesov manjšinskih delničarjev in podjetja. Države članice bi morale oceniti ustreznost dodatnih zaščitnih ukrepov glede na njihovo učinkovitost pri zaščiti interesov manjšinskih delničarjev in podjetja, hkrati pa zagotoviti, da takšni zaščitni ukrepi ne bodo izničili namena delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami, tj. možnosti, da obvladujoči delničarji podjetja vplivajo na pomembne odločitve, vključno z imenovanjem direktorjev.
- (13) Razkritje točnih, celovitih in pravočasnih informacij o izdajateljih krepí zaupanje vlagateljev in omogoča informirano sprejemanje naložbenih odločitev. Tako informirano sprejemanje naložbenih odločitev povečuje zaščito vlagateljev in učinkovitost trga. Države članice bi zato morale od podjetij z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami zahtevati, da ob uvrstitvi v trgovanje ter v rednih časovnih presledkih v letnem računovodskem poročilu objavljajo podrobne informacije o svoji delniški strukturi in sistemu korporativnega upravljanja. V takih informacijah bi moralo biti navedeno, ali obstajajo kakršne koli omejitve glede posedovanja vrednostnih papirjev, vključno s tem, ali je za kakršen koli prenos vrednostnih papirjev potrebna odobritev podjetja ali drugih imetnikov vrednostnih papirjev. Navedene bi morale biti vse omejitve glasovalnih pravic, na primer omejitve glasovalnih pravic imetnikov na določen odstotek ali število glasov, roki za izvajanje glasovalnih pravic, ali sistemi, v katerih so finančne pravice, ki jih prinašajo vrednostni papirji, ločene od posedovanja vrednostnih papirjev. Poleg tega bi morala ta podjetja razkriti identiteto imetnikov delnic z večjo glasovalno močjo, fizičnih oseb, ki so upravičene do uveljavljanja glasovalnih pravic v njihovem imenu, in oseb, ki imajo posebne pravice do obvladovanja, da bi vlagateljem kot članom širše javnosti zagotovili preglednost glede končnega lastništva in dejanskega vpliva na podjetje. To bi vlagateljem omogočilo sprejemanje informiranih odločitev in s tem okrepilo njihovo zaupanje glede dobrega delovanja kapitalskih trgov.
- (14) Ker ciljev te direktive, in sicer povečanja možnosti financiranja za podjetja in povečanja privlačnosti zagonskih trgov MSP, države članice ne morejo v zadostni meri in pravočasno doseči same, temveč se lahko zaradi obsega in učinkov ukrepov učinkoviteje in hitreje dosežejo na ravni Unije, lahko Unija sprejme ukrepe v skladu z načelom subsidiarnosti iz člena 5 Pogodbe o Evropski uniji. V skladu z načelom sorazmernosti iz navedenega člena ta direktiva ne presega tistega, kar je potrebno za doseganje navedenih ciljev.
- (15) Da bi se upošteval razvoj na trgih in drugih področjih prava Unije ali izkušnje držav članic z izvajanjem te direktive, bi morala Komisija to direktivo pregledati pet let po datumu prenosa.
- (16) V skladu s Skupno politično izjavo z dne 28. septembra 2011 držav članic in Komisije o obrazložitvenih dokumentih⁴⁰ se države članice zavezujejo, da bodo v upravičenih primerih obvestilu o ukrepih za prenos priložile enega ali več dokumentov, v katerih se pojasni razmerje med elementi direktive in ustreznimi deli nacionalnih instrumentov za prenos. Zakonodajalec meni, da je posredovanje takih dokumentov v primeru te direktive upravičeno.

⁴⁰ UL C 369, 17.12.2011, str. 14.

- (17) V skladu s členom 42(1) Uredbe (EU) 2018/1725 Evropskega parlamenta in Sveta⁴¹ je bilo opravljeno posvetovanje z Evropskim nadzornikom za varstvo podatkov, ki je izdal mnenje dne [XX.XX.2022/2023]⁴² –

SPREJELA NASLEDNJO DIREKTIVO:

Člen 1

Predmet urejanja

Ta direktiva določa skupna pravila o delniških strukturah z različnimi glasovalnimi pravicami v podjetjih, ki zaprosijo za uvrstitev svojih delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP v eni ali več državah članicah in ki še delnic nimajo uvrščenih v trgovanje na nobenem mestu trgovanja.

Člen 2

Opredelitev pojmov

V tej direktivi se uporabljajo naslednje opredelitve pojmov:

- (a) „podjetje“ pomeni pravni subjekt, registriran kot ena od oblik družb iz Priloge I k Direktivi (EU) 2017/1132;
- (b) „delnice z večjo glasovalno močjo“ pomeni delnice, ki pripadajo razločljivemu in ločenemu razredu ter imajo pri zadevah, o katerih se odloča na skupščini delničarjev, večje glasovalne pravice kot drug razred delnic z glasovalnimi pravicami;
- (c) „delniška struktura z različnimi glasovalnimi pravicami“ pomeni delniško strukturo podjetja, ki vsebuje vsaj en razred delnic z večjo glasovalno močjo;
- (d) „mesto trgovanja“ pomeni mesto trgovanja, kot je opredeljeno v členu 4(1), točka 24, Direktive 2014/65/EU;
- (e) „zagonski trg MSP“ pomeni zagonski trg MSP, kot je opredeljen v členu 4(1), točka 12, Direktive 2014/65/EU;
- (f) „tehtani delež glasov“ pomeni razmerje med glasovi, povezanimi z delnicami z večjo glasovalno močjo, in glasovi, povezanimi z delnicami z najmanj glasovalnimi pravicami.

Člen 3

Uvedba ali ohranitev nacionalnih določb o delnicah z večjo glasovalno močjo

Države članice lahko uvedejo ali ohranijo v veljavi nacionalne določbe, ki podjetjem omogočajo, da sprejmejo delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami v primerih, ki jih ta direktiva ne zajema.

⁴¹ Uredba (EU) 2018/1725 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2018 o varstvu posameznikov pri obdelavi osebnih podatkov v institucijah, organih, uradih in agencijah Unije in o prostem pretoku takih podatkov ter o razveljavitvi Uredbe (ES) št. 45/2001 in Sklepa št. 1247/2002/ES (Besedilo velja za EGP), (UL L 295, 21.11.2018, str. 39).

⁴² [Urad za publikacije: vstaviti sprotno opombo, ko bo na voljo].

Člen 4

Sprejetje delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami

1. Države članice zagotovijo, da imajo podjetja, ki nimajo uvrščenih delnic na mestu trgovanja, pravico sprejeti delniško strukturo z različnimi glasovalnimi pravicami za uvrstitev delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP v eni ali več državah članicah. Države članice ne smejo preprečiti uvrstitve delnic podjetja v trgovanje na zagonskem trgu MSP, ker je podjetje sprejelo delniško strukturo z različnimi glasovalnimi pravicami.
2. Pravica iz odstavka 1 zajema pravico do sprejetja delniških struktur z različnimi glasovalnimi pravicami pred uvrstitvijo delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP.
3. Države članice lahko uveljavljanje večjih glasovalnih pravic, povezanih z delnicami z večjo glasovalno močjo, pogojijo z uvrstitvijo delnic v trgovanje na zagonskem trgu MSP v eni ali več državah članicah.

Člen 5

Zaščitni ukrepi za pravično in nediskriminatorno obravnavo delničarjev podjetja

1. Države članice z ustreznimi zaščitnimi ukrepi zagotovijo pošteno in nediskriminatorno obravnavo delničarjev ter ustrezno zaščito interesov delničarjev, ki nimajo delnic z večjo glasovalno močjo, in podjetja. V ta namen države članice storijo vse naslednje:
 - (a) zagotovijo, da odločitev podjetja o sprejetju delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami in vsako poznejšo odločitev o spremembi delniške strukture z različnimi glasovalnimi pravicami, ki vpliva na glasovalne pravice, sprejme skupščina delničarjev tega podjetja in da se odločitev odobri s kvalificirano večino, kot je določena v nacionalni zakonodaji.

Za namene te točke se, kadar obstaja več razredov delnic, o takih odločitvah glasuje tudi ločeno za vsak razred delničarjev, na pravice katerih se odločitev nanaša;
 - (b) omejijo glasovalno moč delnic z večjo glasovalno močjo pri uveljavljanju drugih pravic delničarjev, zlasti na skupščinah delničarjev, tako da uvedejo eno od naslednjega:
 - (i) največji dovoljeni tehtani delež glasov in zahtevo glede najvišjega odstotka delniškega kapitala v posesti delničarjev, ki ga lahko predstavlja skupni znesek delnic z večjo glasovalno močjo;
 - (ii) omejitev uveljavljanja večjih glasovalnih pravic, povezanih z delnicami z večjo glasovalno močjo, pri glasovanju o zadevah, o katerih se odloča na skupščini delničarjev in za katere je potrebna odobritev s kvalificirano večino.
2. Države članice lahko določijo dodatne zaščitne ukrepe za zagotovitev ustrezne zaščite delničarjev in interesov podjetja. Ti zaščitni ukrepi lahko vključujejo zlasti:
 - (a) določbo, s katero se prepreči, da bi se večje glasovalne pravice, povezane z delnicami z večjo glasovalno močjo, prenesle na tretje osebe ali da bi ob smrti, nezmožnosti za delo ali upokojitvi prvotnega imetnika delnic z večjo glasovalno močjo še naprej obstajale (klavzula o omejitvi veljavnosti v zvezi s prenosom);

- (b) določbo, s katero se prepreči, da bi večje glasovalne pravice, povezane z delnicami z večjo glasovalno močjo, po določenem obdobju še naprej obstajale (klavzula o časovni omejitvi veljavnosti);
- (c) določbo, s katero se prepreči, da bi večje glasovalne pravice, povezane z delnicami z večjo glasovalno močjo, po določenem dogodku še naprej obstajale (klavzula o omejitvi veljavnosti na podlagi določenega dogodka);
- (d) zahtevo za zagotovitev, da večje glasovalne pravice ne morejo ovirati sprejemanja odločitev skupščine delničarjev, katerih namen je preprečiti, zmanjšati ali odpraviti škodljive učinke poslovanja podjetja na človekove pravice in okolje.

Člen 6

Preglednost

1. Države članice zagotovijo, da podjetja z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami, z delnicami katerih se trguje ali se bo trgovalo na zagonskem trgu MSP, v [dokumentu EU o izdajah za rast iz člena 15a] Uredbe (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta⁴³ ali v dokumentu o uvrstitvi iz člena 33(3), točka (c), Direktive (EU) 2014/65/EU in v letnem računovodskem poročilu podjetja iz člena 78(2), točka (g), Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/565⁴⁴ javno objavijo podrobne informacije o vsem naslednjem:
 - (a) strukturi svojega kapitala, vključno z vrednostnimi papirji, ki niso uvrščeni v trgovanje na zagonskem trgu MSP v državi članici, z navedbo različnih razredov delnic in, za vsak razred delnic, pravic in dolžnosti, povezanih s tem razredom, ter odstotka skupnega delniškega kapitala in skupnih glasovalnih pravic, ki jih predstavlja tak razred;
 - (b) vseh omejitev glede prenosa vrednostnih papirjev, vključno z vsemi dogovori med delničarji, ki so znani podjetju in bi lahko pomenili omejitve prenosa vrednostnih papirjev;
 - (c) identiteti imetnikov vseh vrednostnih papirjev s posebnimi pravicami do obvladovanja in opis teh pravic;
 - (d) vseh omejitev glede glasovalnih pravic, vključno z vsemi dogovori med delničarji, ki so znani podjetju in bi lahko pomenili omejitve glasovalnih pravic;
 - (e) identiteti delničarjev, ki imajo delnice z večjo glasovalno močjo, in fizične ali pravne osebe, ki je upravičena do uveljavljanja glasovalnih pravic v imenu teh delničarjev, kadar je to ustrezno.
2. Če so imetniki delnic z večjo glasovalno močjo, osebe, upravičene do uveljavljanja glasovalnih pravic v njihovem imenu, ali imetniki vrednostnih papirjev s posebnimi

⁴³ Uredba (EU) 2017/1129 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2017 o prospektu, ki se objavi ob ponudbi vrednostnih papirjev javnosti ali njihovi uvrstitvi v trgovanje na reguliranem trgu, in razveljavitvi Direktive 2003/71/ES (UL L 168, 30.6.2017, str. 12).

⁴⁴ Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 z dne 25. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih podjetij ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive (UL L 87, 31.3.2017, str. 1).

pravicami do obvladovanja fizične osebe, se za razkritje njihove identitete zahteva le razkritje njihovih imen.

Člen 7

Pregled

Komisija do [pet let po začetku veljavnosti] Evropskemu parlamentu in Svetu predloži poročilo o izvajanju in učinkih te direktive. V ta namen države članice do [štiri leta po začetku veljavnosti] Komisiji predložijo zlasti informacije o:

- (a) številu podjetij, uvrščenih v trgovanje, z delnicami z večjo glasovalno močjo;
- (b) sektorju, v katerem so dejavna podjetja iz točke (a), in zadevni tržni kapitalizaciji ob izdaji;
- (c) zaščitnih ukrepih za zaščito vlagateljev, ki jih uporabljajo podjetja iz točke (a) v zvezi z delniškimi strukturami z različnimi glasovalnimi pravicami.

Člen 8

Prenos

1. Države članice sprejmejo zakone in druge predpise, potrebne za uskladitev s to direktivo, v dveh letih od datuma začetka veljavnosti te direktive. O tem takoj obvestijo Komisijo. Države članice se v sprejetih predpisih sklicujejo na to direktivo ali pa sklic nanjo navedejo ob njihovi uradni objavi. Način sklicevanja določijo države članice.
2. Države članice Komisiji sporočijo besedilo temeljnih predpisov nacionalnega prava, sprejetih na področju, ki ga ureja ta direktiva.

Člen 9

Začetek veljavnosti

Ta direktiva začne veljati dvajseti dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.

Člen 10

Naslovniki

Ta direktiva je naslovljena na države članice.

V Bruslju,

Za Evropski parlament
predsednica
[...]

Za Svet
predsednik
[...]