



Съвет на
Европейския съюз

Брюксел, 16 декември 2022 г.
(OR. en)

16168/22

Междуетноститутуционално досие:
2022/0406 (COD)

DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052

ПРЕДЛОЖЕНИЕ

От:	Генералния секретар на Европейската комисия, подписано от г-жа Martine DEPREZ, директор
Дата на получаване:	8 декември 2022 г.
До:	Г-жа Thérèse BLANCHET, генерален секретар на Съвета на Европейския съюз
№ док. Ком.:	COM(2022) 761 final
Относно:	Предложение за ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА относно структурите с акции с право на повече гласове в дружествата, които искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на малки и средни предприятия

Приложено се изпраща на делегациите документ COM(2022) 761 final.

Приложение: COM(2022) 761 final



ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 7.12.2022 г.
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

**относно структурите с акции с право на повече гласове в дружествата, които
искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на малки и
средни предприятия**

(текст от значение за ЕИП)

ОБЯСНИТЕЛЕН МЕМОРАНДУМ

1. КОНТЕКСТ НА ПРЕДЛОЖЕНИЕТО

• Основания и цели на предложението

Настоящото предложение е част от пакета от мерки във връзка с Акта за допускането до търговия (наричан също „Акт за регистрацията на фондова борса“), чието предназначение е публичните капиталови пазари да станат по-привлекателни за търговските дружества от ЕС и да се улесни достъпът до капитал за малките и средните предприятия (МСП). То е съобразено с главната цел на съюза на капиталовите пазари (СКП) за подобряване на достъпа до пазарни източници на финансиране за дружествата от ЕС на всеки етап от развитието им, в т.ч. за по-малките дружества. Дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия (наричани също „дружества, регистрирани на фондовата борса“), често задминават частните дружества от гледна точка на годишния растеж на приходите и създаването на заетост. Чрез регистрирането на ценните си книжа за търговия на публичен пазар дружествата могат да разнообразят инвеститорската си база, да намалят зависимостта си от банково финансиране, да получат по-лесен достъп до допълнителен собствен капитал и дългово финансиране (чрез вторичното предлагане), да подобрят образа си в обществото и да станат по-разпознаваеми като търговска марка.

От публикуването на първия План за действие за СКП през 2015 г. насам бе постигнат напредък към осигуряването на по-лесен и евтин достъп на дружествата, особено МСП, до публичните пазари. През януари 2018 г. с Директивата за пазарите на финансови инструменти II (ДПФИ II)¹ бе въведена нова категория многостранни системи за търговия (МСТ) – пазарите за растеж на МСП, чието предназначение е МСП да бъдат насърчавани да излизат на капиталовите пазари². През 2019 г. бяха предложени нови правила на ЕС с цел намаляване на бумацината и понижаване на регулаторната тежест за дружествата, чиито ценни книжа се допускат до търговия на пазари за растеж на МСП, и същевременно запазване на високо равнище на защита на инвеститорите и почтеност на пазара³. Все пак въпреки въведените промени заинтересованите лица продължават да твърдят, че има нужда от още действия по нормативната уредба, така че процесът на допускане до търговия да се рационализира и да стане по-гъвкав за емитентите. В новия План за действие за СКП, приет през септември 2020 г., бе обявено следното: „С цел да се насърчи и диверсифицира достъпът до финансиране на малките и иновативни дружества, Комисията ще работи за опростяване на правилата

¹ Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС (преработен текст) (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 349).

² За да може дадена МСТ да бъде определена като пазар за растеж на МСП, най-малко 50 % от емитентите, чиито финансови инструменти се търгуват на тази МСТ, трябва да бъдат МСП, които съгласно определението в ДПФИ II са дружества със средна пазарна капитализация под 200 милиона евро (вж. съображение 132 от ДПФИ II). За да се осигури подходящо равнище на защита на инвеститорите, правилата за допускане до търговия на пазарите за растеж на МСП трябва също така да отговарят на определени стандарти за качество, в т.ч. необходимостта от съставяне на подходящ документ за допускането (когато не се изисква проспект) и да се осъществява редовно финансово отчитане. Уредбата за пазарите за растеж на МСП бе разработена така, че допълнително да бъдат взети предвид особените потребности на МСП, излизащи за първи път на пазарите на акции и облигации.

³ Регламент (ЕС) 2019/2115 на Европейския парламент и на Съвета от 27 ноември 2019 година за изменение на Директива 2014/65/ЕС и на регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) 2017/1129 във връзка с насърчаването на използването на пазарите за растеж на МСП (ОВ L 320, 11.12.2019 г., стр. 1–10).

относно [допускането до търговия].“ Като последващо действие и надграждайки Регламент (ЕС) 2019/2115, Комисията създаде Техническа експертна група на заинтересованите лица (ТЕГЗЛ) за МСП, която потвърди загрижеността на заинтересованите лица за необходимостта от по-нататъшни законодателни действия в подкрепа на допускането до търговия на ценните книжа на дружествата, особено МСП. В своя окончателен доклад от май 2021 г. ТЕГЗЛ отправи 12 препоръки за изменение на уредбата за допускането до търговия както на регулираните пазари, така и на пазарите за растеж на МСП⁴.

На 15 септември 2021 г. в своето писмо за намеренията⁵, изпратено до Парламента и председателството на Съвета, председателят Фон дер Лайен обяви законодателно предложение за улесняване на достъпа на МСП до капитал, което бе включено в работната програма на Комисията за 2022 г.⁶

Решението на дадено дружество да поиска ценните му книжа да бъдат допуснати до търговия е сложно и се влияе от множество фактори, много от които са извън правомощията на регулаторните органи и затова по тях не може да се извършва пряка законодателна намеса. Например особеностите на средата, които определят разходите за услугите по допускането до търговия, геополитическата нестабилност, оттеглянето на Обединеното кралство от ЕС, пандемията от COVID-19, политиката на централната банка и инфлацията – всичко това е повлияло и ще продължи да оказва влияние при вземането на решение да се поиска допускане до търговия, къде и кога да стане това и дали ценните книжа да продължат да се търгуват в ЕС. Нормативните изисквания и свързаните с тях разходи и тежест обаче също са важни фактори при вземането на решение да се поиска допускане до търговия и продължаване на търговията. Мерките от пакета във връзка с Акта за допускането до търговия са целенасочени и имат следното предназначение: i) намаляване на регулаторната тежест, когато се смята, че тя е прекомерна (т.е. когато чрез нормативните изисквания би могло да се допринесе за защитата на инвеститорите и почтеността на пазара при по-висока разходна ефективност за заинтересованите лица); ii) намаляване на възможността съгласно дружественото право учредителите или контролиращите акционери на дружествата да избират как да разпределят правата на глас след допускането на акциите до търговия.

Нормативната уредба за процеса по допускане до търговия има много измерения. Дружествата трябва да спазват нормативните изисквания преди, по време и след първичното публично предлагане (ППП). Предложението е съсредоточено върху нормативните препятствия, които възникват на етапа преди PPP, и се отнася до нееднаквите възможности на дружествата в целия ЕС да избират подходящи управленски структури при допускане до търговия. Заедно с предложената директива се представят още две законодателни предложения: i) предложение за регламент за изменение на Регламента за проспекта⁷, Регламента за пазарната злоупотреба (РПЗ)⁸, ii)

⁴ Окончателен доклад на Техническата експертна група на заинтересованите лица (ТЕГЗЛ) за МСП: „Да дадем сила на капиталовите пазари в ЕС. Отново да направим допускането на ценните книжа до търговия привлекателно“ [Empowering EU capital markets - Making listing cool again] (europa.eu).

⁵ Вж. стр. 4: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf (europa.eu).

⁶ Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите: „Работна програма на Комисията за 2022 г. Заедно правим Европа по-силна“, COM(2021) 645 final, cwp2022_en.pdf (europa.eu).

⁷ Регламент (ЕС) 2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар, и за отмяна на Директива 2003/71/ЕО (ОВ L 168, 30.6.2017 г., стр. 12).

Регламента за пазарите на финансови инструменти (РПФИ)⁹, iii) предложение за директива за отмяна на Директивата за регистрацията на фондова борса¹⁰ и за изменение на ДПФИ II. И двете предложения са предназначени за рационализиране и изясняване на изискванията за оповестяване, прилагащи се за първичните и вторичните пазари, и същевременно запазване на подходящо равнище на защита на инвеститорите и почтеност на пазара. Сред целите на предложената директива за отмяна на Директивата за регистрацията на фондова борса и за изменение на ДПФИ II е и повишаване на сегашното ниско равнище на инвестиционни проучвания по отношение на МСП.

Сред главните въпроси, които възпират учредителите и семействата да вземат решение за излизане на публичен пазар (на етапа преди ППП), е страхът от загуба на контрол върху дружеството след допускането на ценните му книжа до търговия. Допускането до търговия води до разводняване на собствеността и следователно до ограничаване на контрола на учредителите и семействата върху важните инвестиции в дружеството и решения във връзка с дейността му. Дружествата, особено МСП, може да бъдат по-склонни до искат допускане до търговия на ценните си книжа на публични пазари, ако контролиращите акционери могат да запазят властта си за вземане на решения в дружеството след допускането до търговия. Това им дава възможност да продължат да водят дейността според стратегическото си виждане, като същевременно се възползват от предимствата да бъдат дружество, регистрирано на фондовата борса, и да набират достатъчно средства, заради които си заслужава да се премине през целия процес. Това в частност е така при по-малките семейни дружества, новосъздадените дружества и предприятията с дългосрочни проекти, за които са нужни значителни първоначални разходи. Всички тези дружества са изправени пред риска да бъдат прекомерно изложени на колебанията на публичните пазари или заплахата от враждебно поглъщане. Тези дружества биха извлекли най-много ползи, ако ценните им книжа бъдат допуснати на пазар за растеж на МСП – вид МСТ, създаден специално за МСП, където нормативните изисквания не са толкова строги. По-малките дружества може да имат по-голяма необходимост от разнообразно финансиране в сравнение с по-големите дружества поради обичайно по-рисковия си профил, намалената видимост спрямо потенциалните инвеститори, невъзможността да си позволят допускане до търговия в чужбина, както и в някои случаи по-голяма потребност от мащабно разрастване. Затова, като се има предвид, че достъпът до публичните пазари е особено важен за по-малките и бързо растящи дружества, настоящото предложение е съсредоточено върху дружествата, чиито ценни книжа се допускат до търговия на пазарите за растеж на МСП.

Структурите с акции с право на повече гласове са ефективен механизъм, който дава възможност на собствениците на дружествата да запазят властта си за вземане на решения в дадено дружество, като същевременно набират средства на публичните пазари. Тези акционерни структури дават възможност на даден акционер (или група от акционери) да притежава контролен дял в дружеството, без да му се налага да направи

⁸ Регламент (ЕС) № 596/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 16 април 2014 г. относно пазарната злоупотреба и за отмяна на Директива 2003/6/ЕО на Европейския парламент и на Съвета и директиви 2003/124/ЕО, 2003/125/ЕО и 2004/72/ЕО на Комисията (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 1).

⁹ Регламент (ЕС) № 600/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012.

¹⁰ Директива 2001/34/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 28 май 2001 година относно допускането на ценни книжа до официална регистрация на фондова борса и относно информацията, която подлежи на публикуване (ОВ L 184, 6.7.2001 г., стр. 1).

икономическа инвестиция, пропорционална на този дял, както ако всички акции носят еднакви правомощия за гласуване. Структурите с акции с право на повече гласове обикновено се състоят от най-малко два различни и обособени класа акции с различен брой права на глас за акциите от всеки клас.

Структурите с акции с право на повече гласове са само един от съществуващите механизми за засилване на контрола, т.е. механизми, отслабващи връзката между финансова собственост и правомощия за гласуване, вследствие на което даден акционер може да засили контрола си, без да притежава пропорционален дял от собствения капитал. Проучването на пропорционалността между собствеността и контрола в държавите членки¹¹, оповестено през 2007 г., показва, че наличните механизми за засилване или заключване на контрола чрез осигуряване на повече правомощия за гласуване може да включват също така акции за вярност¹², акции без право на глас¹³, привилегировани акции без право на глас¹⁴ и тавани на правата на глас¹⁵.

Тъй като все пак са по-малко гъвкави, повечето от тези алтернативни акционерни структури водят до ограничаване на размера на средствата, които може да бъдат набрани на етапа на ППП и чрез допълнително емитиране. Освен това акциите за вярност са механизъм за засилен контрол, чието специално предназначение е инвеститорите да бъдат насърчавани към дългосрочно и по-стабилно притежаване на дял от собствеността, а не да се повишава привлекателността на набирането на средства от обществеността. Тъй като акциите за вярност обикновено носят право на по-малко допълнителни гласове в сравнение с акциите с право на повече гласове за контролиращите акционери и тъй като за тях обикновено се изисква да бъдат притежавани за определен срок преди задействането на подсилените права на глас, те се смятат за по-малко привлекателни от учредителите и семейните дружества. Това се доказва от емпирични данни, според които въвеждането на акции за вярност в някои държави членки не е довело до повишаване на броя на дружествата, излизаци на публичните пазари. За разлика от тях акциите с право на повече гласове биха осигурили на учредителите възможност да запазят контрола си, същевременно продавайки по-голяма част от инвестицията си в дружеството, благодарение на по-голямото отслабване на връзката между икономическото участие и правата на гласуване.

Вследствие на въвеждането на структура с акции с право на повече гласове в дадено дружество другите акционери (инвеститори) имат относително по-малка власт за

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

¹² Акциите за вярност са акции, даващи допълнителни правомощия за гласуване на акционерите, които са ги притежавали за определен срок. Обичайно верните акционери получават право на два гласа на акция вместо на един, ако са притежавали акциите си в продължение на две години или повече.

¹³ Акциите без право на глас са акции, които не дават право да се гласува и не носят особени парични права (например преференциален дивидент) като обезщетение за липсата на права на глас.

¹⁴ Привилегированите акции без право на глас са акции без право на глас, носещи особено парично право като обезщетение за липсата на права на глас – например преференциален (по-висок или гарантиран) дивидент.

¹⁵ Таван на правата на глас е ограничение, с което на акционерите се забранява да гласуват над определен праг, независимо колко акции с право на глас притежават. Таваните на правата на глас може да бъдат изразени като процентен дял от всички оставащи права на глас (когато например никой акционер не може да гласува за повече от три на сто от вписания акционерен капитал на дружеството) или като процентен дял от всички гласове, подадени на общото събрание (еднакъв за всички държави членки).

вземане на решения спрямо икономическите си инвестиции. Тези занижени правомощия за гласуване биха могли да доведат до особени проблеми, ако не бъдат смекчени по подходящ начин. Такива проблеми например са „окопаването“ на акционерите¹⁶, „канализиране“ на активите на дружеството и като цяло извличане на частни ползи от контролиращия акционер, например чрез сделки със свързани лица. Освен това разводняващият ефект (ефект на намаляване на стойността) на акциите с право на повече гласове може да доведе до блокиране на някои решения от страна на контролиращите съдружници, включително решения във връзка с целите за устойчивост, като по този начин предимство получават интересите на контролиращия акционер, а не дългосрочното устойчиво развитие на дружеството. Все пак на тези възможни проблеми може да се противодейства чрез въвеждане на гаранции, предназначени за защита на малцинствените акционери и интересите на дружеството, а именно максимално отношение на гласовете, клаузи за прекратяване на действието и ограничение върху използването на акциите с право на повече гласове в определени случаи, например по въпроси във връзка с устойчивостта.

Понастоящем в ЕС има разпокъсаност по отношение на структурите с акции с право на повече гласове, която води до нееднакви възможности за дружествата от ЕС, когато решат да поискат ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия. Някои държави членки, например Швеция и Дания, разрешават съществуването на акции с право на повече гласове още почти от създаването на капиталовите си пазари. В Швеция делът на дружествата, регистрирани на фондовата борса, с такива акционерни структури винаги е бил над 40 %, а във Финландия и Дания те са мнозинство от дружествата, регистрирани на публичен пазар, от гледна точка на пазарната капитализация. За сметка на това в други държави членки акциите с право на повече гласове не са разрешени. В някои случаи забраната важи само за публичните дружества, например в Германия и Белгия, а в други – за всички дружества, например в Австрия и Хърватия.

Съществуващите разлики в националните уредби за структурите с акции с право на повече гласове създават нееднакви условия на конкуренция за дружествата в различните държави членки. Предприемачите и дружествата от държавите членки, в които структурите с акции с право на повече гласове са забранени, са в по-неблагоприятно положение в сравнение с дружествата от държавите членки, в които тези структури са разрешени. Предприемачите и дружествата, които искат да въведат структури с акции с право на повече гласове и да се възползват от възможността за гъвкавост, са изправени пред избора да останат частни или да се преместят в друга държава членка (или държава извън ЕС), като по този начин се ограничава изборът им на финансиране и се повишава цената на капитала. Това засяга особено МСП и новосъздадените дружества на началния етап, които изпитват недостиг на ресурси за покриване на допълнителните разходи, свързани с допускането до търговия в друга държава членка или държава извън ЕС.

Настоящото предложение е предназначено за постигане на минимална хармонизация на националните законодателни уредби за структурите с акции с право на повече гласове на дружествата, които искат ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия на пазари за растеж на МСП, същевременно оставяйки на държавите членки възможност за гъвкавост при прилагането. Регулираните пазари обикновено са по-подходящи за по-големите и по-зрели дружества, а пазарите за растеж на МСП като цяло са предвидени

¹⁶ „Окопаване“ на акционерите е положение, при което контролиращите акционери имат вечен контрол и следователно могат да вземат решения в своя полза, без да се съобразяват с интересите на дружеството и другите акционери, а другите акционери не могат успешно да се противопоставят на тези решения.

за по-малките дружества, като нормативните изисквания към тези пазари са съобразени с особеностите на МСП. Все пак не всички дружества, регистрирани на пазар за растеж на МСП, са МСП. Дружествата, които не са МСП, като цяло имат по-ликвидни ценни книжа и поради това допускането им до пазарите за растеж на МСП дава възможност на тези пазари да събират по-високи такси за търговия, за да поддържат рентабилността на стопанския си модел. Въпреки това с цел осигуряване на яснота за инвеститорите понастоящем едни и същи правила се прилагат за всички емитенти на пазарите за растеж на МСП, независимо от размера им. В съответствие с този подход с настоящото предложение възможността за възприемане на структури с акции с право на повече гласове се въвежда за всички дружества, които искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП за първи път.

В настоящото предложение се предвиждат гаранции за осигуряване на защита на малцинствените акционери и интересите на дружествата. За тези гаранции е нужно всички държави членки да въведат изискване, съгласно което всяко решение за възприемане на структура с акции с право на повече гласове или за промяна на тази структура, когато има влияние върху правата на глас, трябва да се взема от общото събрание на акционерите с квалифицирано мнозинство. Гаранциите по настоящото предложение включват и ограничение върху тежестта на гласовете на акциите с право на повече гласове, като се въвеждат ограничения в плана на структурата с акции с право на повече гласове или ограничения върху упражняването на правата на глас, носени от акциите с право на повече гласове, при приемането на определени решения. Тези гаранции са предназначени за защита на интересите на малцинствените акционери и на дружеството и същевременно за осигуряване на възможност за достатъчна гъвкавост за контролиращите акционери, така щото да се запазят стимулите за използване на структури с акции с право на повече гласове. Освен това тези гаранции до голяма степен съответстват на гаранциите, които вече съществуват в правните системи на държавите членки с добре работеща уредба за структурите с акции с право на повече гласове. Затова в тези държави членки необходимите промени в правните системи ще бъдат минимални.

- **Съгласуваност с действащите разпоредби в тази област на политиката**

Понастоящем структурите с акции с право на повече гласове са уредени само на национално равнище.

Предложената директива е съгласувана с целите на действащото законодателство на ЕС, съдържащо изисквания за публичните дружества и координиращо националните разпоредби в дружественото право. Тук се включва Директивата за дружественото право¹⁷, която е предназначена за осигуряване на равностойна защита на акционерите и кредиторите. С нея се хармонизират националните разпоредби по някои аспекти на дружественото право, например създаването на акционерни дружества, изискванията за акционерния капитал и разпределението на дивиденди към акционерите. Приложното поле на предложената директива не се припокрива с това на Директивата за дружественото право, с която не се уреждат акционерните структури на дружествата (в т.ч. структурите с акции с право на повече гласове). Този въпрос се разглежда в настоящото предложение.

Също така, чрез изискването държавите членки да въведат разпоредби за опазване на интересите на дружеството и малцинствените акционери, предложението е съгласувано

¹⁷ Директива (ЕС) 2017/1132 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно някои аспекти на дружественото право (кодифициран текст) (ОВ L 169, 30.6.2017 г., стр. 46).

с политическата цел на Директива (ЕС) 2017/828¹⁸, в т.ч. насърчаване на дългосрочното устойчиво развитие на дружествата и защита на интересите на дружествата и малцинствените акционери при сделки със свързани лица, въпреки разликата в приложното поле на двата акта (с Директивата се уреждат правата на акционерите в дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, а с настоящото предложение – правата на акционерите в дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП).

Предложената директива не се припокрива и с приложното поле на Директивата относно предложенията за поглъщане, в която се съдържат разпоредби за публичните дружества за случаите, когато към тези дружества се отправят предложения за поглъщане, като целта на тези разпоредби е опазване на интересите на акционерите. Важното е, че Директивата относно предложенията за поглъщане¹⁹ се прилага само за дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар, но не и до тези, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП – а именно те са предмет на настоящото предложение. Все пак разпоредбите за прозрачност в настоящото предложение имат същите цели като разпоредбите на Директивата относно предложенията за поглъщане, като вниманието е съсредоточено върху структурата на акционерния капитал на дружествата, акционерната структура и правата и задълженията, носени от ценните книжа на дружествата.

Накрая, предложената директива е съобразена с разпоредбите на ДПФИ II, с която се уреждат пазарите за растеж на МСП.

• Съгласуваност с други политики на Съюза

Предложението е напълно съобразено с главната цел на СКП – финансирането за дружествата от ЕС, особено на МСП, да се направи по-достъпно. То е съгласувано и с редица законодателни и незаконодателни действия, предприети от Комисията в рамките на Плана за действие за СКП от 2015 г.²⁰, междинния преглед на Плана за действие за СКП от 2017 г.²¹ и Плана за действие за СКП от 2020 г.

В подкрепа на заетостта и растежа в ЕС улесняването на достъпа до финансиране за дружествата, особено МСП, е ключова задача на СКП още от началото. От публикуването на Плана за действие за СКП през 2015 г. насам бяха предприети някои целенасочени действия за разработване на годни източници на финансиране за МСП на всички етапи на развитието им. В своя междинен преглед на Плана за действие за СКП, публикуван през юни 2017 г., Комисията избра да повиши равнището на амбицията си и насочи вниманието си повече към достъпа на МСП до публичните пазари. През май 2018 г. Комисията публикува предложение за насърчаване на пазарите за растеж на МСП²², предназначено за намаляване на административната тежест и високите разходи

¹⁸ Директива (ЕС) 2017/828 на Европейския парламент и на Съвета от 17 май 2017 г. за изменение на Директива 2007/36/ЕО по отношение на насърчаването на дългосрочната ангажираност на акционерите (ОВ L 132, 20.5.2017 г., стр. 1–25).

¹⁹ Директива 2004/25/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 г. относно предложенията за поглъщане (ОВ L 142, 30.4.2004 г., стр. 12).

²⁰ Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите „План за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари“ (COM/2015/468 final).

²¹ Съобщение на Комисията за междинния преглед на Плана за действие за изграждане на съюз на капиталовите пазари (SWD(2017) 224 final и SWD(2017) 225 final – 8 юни 2017 г.) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²² Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламенти (ЕС) № 596/2014 и (ЕС) 2017/1129 във връзка с насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП (COM(2018) 331 final).

за спазване на изискванията, с които се сблъскват емитентите на тези пазари, и същевременно за: осигуряване на високо равнище на почтеност на пазара и защита на инвеститорите; повишаване на ликвидността на акциите на МСП, допуснати до търговия на публичен пазар, така че тези пазари да станат по-привлекателни за инвеститорите, емитентите и посредниците; улесняване на регистрирането на МСП като пазари за растеж на МСП. Предложението за насърчаване на използването на пазарите за растеж на МСП бе прието през ноември 2019 г.

Освен това вследствие на кризата във връзка с COVID-19 Комисията публикува пакета от мерки за възстановяване на капиталовите пазари, който съдържа целенасочени изменения на нормативната уредба за капиталовите пазари и банките, с първостепенната цел капиталовите пазари да бъдат улеснени в предоставянето на подкрепа за предприятията от ЕС при възстановяването им от споменатата криза. Предложените промени на разпоредбите за капиталовите пазари бяха предназначени в частност за облекчаване на регулаторната тежест и сложност за инвестиционните посредници и емитентите.

Настоящото предложение е следствие от Плана за действие за СКП от 2020 г. и целта му финансирането да стане по-достъпно за дружествата от ЕС („Действие 2: Подкрепа на достъпа до публичните пазари“). В предложението вниманието е съсредоточено върху облекчаването на нормативните изисквания, които може да възпрат дадено дружество да вземе решение да поиска допускане на ценните си книжа до търговия или продължаване на търговията. По отношение на други фактори, които може да възпират емитентите от искане за допускане до търговия, например тясна инвеститорска база и по-благоприятно данъчно облагане на дълга спрямо собствения капитал, се предприемат действия чрез текущите и предстоящите инициативи по линия на СКП, с които се допълват измененията по настоящото предложение и които следва да бъдат анализирани във връзка с настоящата инициатива. Тези инициативи се отнасят например до: i) създаването на европейска единна точка за достъп²³, чрез която се преодолява липсата на достъпни и сравними данни за инвеститорите и се осигурява видимост за инвеститорите по отношение на дружествата; ii) централизирането на информацията за търговията в ЕС в консолидирана система за борсова информация²⁴ за осигуряване на по-добри условия за търговия на публичните пазари и определяне на цените; iii) въвеждането на данъчно облекчение за намаляване на преференциалното данъчно третиране на дълга²⁵ с цел финансирането чрез собствен капитал да стане по-привлекателно (и по-евтино) за дружествата.

Освен това с редица инициативи на Комисия допълнително ще се подсили инвеститорската база за инструментите на собствения капитал, допуснати до търговия. Фондът на ЕС за първичното публично предлагане за МСП ще играе ролята на водещ

²³ Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за създаване на европейска единна точка за достъп, осигуряваща централизиран достъп до публично достъпна информация от значение за финансовите услуги, капиталовите пазари и устойчивото развитие (COM/2021/723 final).

²⁴ Предложение за Регламент на Европейския парламент и на Съвета за изменение на Регламент (ЕС) № 600/2014 по отношение на повишаване на прозрачността на пазарните данни, премахване на пречките пред създаването на консолидирана система за борсова информация, оптимизиране на задълженията за търговия и забрана за получаване на плащания за препращане на нареждания на клиенти (COM/2021/727 final).

²⁵ Предложение за Директива на Съвета за определяне на правила за данъчно облекчение за намаляване на преференциалното данъчно третиране на дълга и за ограничаване на възможността за приспадане на лихви за целите на корпоративния подоходен данък (COM/2022/216 final).

инвеститор за привличането на повече частни инвестиции в публично търгуваните инструменти на собствения капитал на МСП чрез партньорство с институционални инвеститори и инвестиране във фондове, съсредоточени върху емитентите, които са МСП. Посредством прегледите на Регламента за капиталовите изисквания (РКИ) и Директивата „Платежоспособност II“ инвеститорската база за емитентите ще бъде увеличена чрез улесняване на инвестициите от банки и застрахователни дружества в публично търгувани (дългосрочни) инструменти на собствения капитал.

Настоящото предложение също така съответства на новата европейска програма за иновации²⁶, публикувана през 2022 г., тъй като ще направи капиталовите пазари по-привлекателни за учредителите на дружествата, без да се налага да се отказват от контрола си, когато ценните им книжа бъдат допуснати до търговия на публичен пазар.

Предложението е съобразено с данните, въз основа на които е съставено становището на платформата „Пригодни за бъдещето“ за улесняването на достъпа на МСП до капитал и особено за опростяването на процедурите за допускане до търговия на ценните книжа на МСП и другите задължения във връзка с това.

Тъй като с настоящото предложение ще се осигури достъп за МСП до по-голямо и по-разнообразно финансиране чрез допускане до търговия на пазарите за растеж на МСП, въз основа на най-подходящата дружествена управленска структура, то ще съответства и на целта на пакета от мерки за подпомагане на МСП, обявен от председателя Фон дер Лайен в речта за състоянието на Съюза през септември 2022 г.

Накрая, разпоредбите на предложението, отнасящи се до гаранциите, са от значение и за защитата на интересите на дружеството срещу решения, пораждащи рискове или водещи до неблагоприятни последици по отношение на човешките права, изменението на климата и околната среда. Следователно предложението е съобразено с целта на политиката на Комисията по отношение на управлението на дружествата, а именно насърчаване на устойчивото и отговорното извършване на дейност от страна на дружествата, и съответно е съобразено и с Предложението на Комисията за Директива относно дължима грижа на дружествата във връзка с устойчивостта²⁷, чието предназначение е в системите за управление на дружествата да се внедрят човешките права и екологичните съображения.

2. ПРАВНО ОСНОВАНИЕ, СУБСИДИАРНОСТ И ПРОПОРЦИОНАЛНОСТ

• Правно основание

Предложението е съставено на основание на член 114 и член 50 от Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС).

В член 114 от ДФЕС се предвижда приемането на мерки за сближаване на законовите, подзаконовите и административните разпоредби на държавите членки, които имат за цел създаването или функционирането на вътрешния пазар. Позоваване на член 114 е възможно, когато различията между националните разпоредби са такива, че възпрепятстват основните свободи или водят до нарушаване на конкуренцията и по този начин оказват пряко въздействие върху функционирането на вътрешния пазар.

²⁶ Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите: „Нова европейска програма за иновации“ (COM/2022/332 final).

²⁷ Предложение за Директива на Европейския парламент и на Съвета относно дължима грижа на дружествата във връзка с устойчивостта и за изменение на Директива (ЕС) 2019/1937 (COM/2022/71 final).

Предложената директива е предназначена за премахване на препятствията пред упражняването на основните свободи, например свободното движение на капитала и свободата на установяване. Тези препятствия възникват от разликите в националните законодателства за дружествата в ЕС, доколкото някои държави членки не разрешават на дружествата си да излизат на публичните пазари чрез структури с акции с право на повече гласове. Това ограничава достъпа им до капитал и създава препятствие пред установяването на единен пазар на капитали в ЕС.

В член 50, параграф 1 от Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС) и особено в член 50, параграф 2, буква ж) от него се предвижда, че ЕС има правомощията да предприема действия за постигане на свободата на установяване по отношение на определена дейност, по-специално посредством координирането до необходимата степен на гаранциите, които държавите членки изискват от дружествата по смисъла на член 54, втора алинея, за да се защитят интересите на техните членове и на третите лица, с оглед тези гаранции да станат равностойни в целия Съюз. Предназначението на предложената директива е въвеждане на мерки за координация във връзка със защитата на интересите на акционерите в дружествата и другите заинтересовани лица, така че да се намалят различията между националните разпоредби и да се ограничат препятствията пред свободата на установяване.

- **Субсидиарност (при неизключителна компетентност)**

Съгласно член 4 от ДФЕС действията на ЕС за доизграждането на вътрешния пазар трябва да бъдат оценявани в светлината на принципа на субсидиарността, установен в член 5, параграф 3 от Договора за Европейския съюз (ДЕС). Съгласно принципа на субсидиарността действия на равнище ЕС следва да се предприемат само когато целите на предложеното действие не може да бъдат постигнати в достатъчна степен от държавите членки, поради което се налага действие на равнище ЕС. По отношение на акциите с право на повече гласове, ако не бъде предприето действие на равнище ЕС, не е висока вероятността държавите членки, в които понастоящем тези акционерни структури не са разрешени, едностранно и без външен подтик да изменят разпоредбите си в близко бъдеще. Това до голяма степен се дължи на исторически причини, противопоставяне от страна на заинтересованите лица в тези държави и факта, че често е трудно да се измени законодателството за дружествата, често развивано в продължение на столетия. Всякакви забавяния при въвеждането на тези структури в целия ЕС биха породили риск от лишаване на малките дружества от възможности за финансиране в тези държави членки, в които акциите с повече гласове не са разрешени. Накрая, дори държавите членки да решат да предприемат действия, техните подходи би могло да се различават значително помежду си, което може да доведе до по-нататъшно разпокъсване.

- **Пропорционалност**

Предложената директива е предназначена за спомагане за правилното функциониране на единния пазар и премахване на препятствията пред упражняването на основните свободи, например свободното движение на капитала и свободата на установяване. Тези препятствия се дължат на разликите между разпоредбите за акционерните структури в националните нормативни уредби за дружествата, и в частност възможността дружествата да възприемат структура с акции с право на повече гласове. В изпълнение на това предназначение в настоящото предложение се установяват само изисквания за минимална хармонизация, и то само по отношение на основния правен принцип за разрешаване на структурите с акции с право на повече гласове, който се допълва с минималните гаранции, необходими за защита на интересите на

малцинствените акционери и на дружеството. Приложното му поле е ограничено до пазарите за растеж на МСП, така че по-специално да се обхванат МСП, които биха извлекли най-големи ползи от такава мярка.

С предложената директива на държавите членки се оставя достатъчна възможност за гъвкавост при въвеждането на предложените разпоредби в националната правна уредба. Това се постига чрез допълване на разпоредбите с допълнителни мерки, в т.ч. гаранции за акционерите и интересите на дружеството, при условие че са съобразени с целите на директивата, или чрез разрешаване на структурите с акции с право на повече гласове в случаи извън приложното поле на настоящото предложение. Следователно в съответствие с принципа на пропорционалността, установен в член 5 от ДЕС, с предложената директива не се надхвърля необходимото за постигането на тези цели.

- **Избор на нормативен акт**

Обединяването на единния пазар на ЕС в областта на дружественото право, в частност акционерните структури, може да се постигне най-добре чрез сближаване на законодателствата чрез хармонизиране посредством директива. Чрез използването на директива се зачитат различните правни култури и дружественоправни системи на държавите членки и се осигурява достатъчна възможност за гъвкавост в процеса на транспониране, така че общите минимални стандарти да бъдат въведени по начин, който да е съвместим с тези различни системи.

С препоръка не би било възможно да се постигне желаната цел за сближаване в тази област на политиката, в която са установени големи различия в обвързващото законодателство на държавите членки. Сближаване посредством регламент пък не би осигурило достатъчна възможност за гъвкавост за държавите членки да пригледат разпоредбите на ЕС към местните условия и да запазят съвместимостта им с по-общото национално дружествено право.

3. РЕЗУЛТАТИ ОТ ПОСЛЕДВАЩИТЕ ОЦЕНКИ, КОНСУЛТАЦИИТЕ СЪС ЗАИНТЕРЕСОВАНИТЕ СТРАНИ И ОЦЕНКИТЕ НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

- **Последващи оценки/проверки за пригодност на действащото законодателство**

Не се прилага.

- **Консултации със заинтересованите страни**

През последните години в своите оценки Комисията съсредоточаваше вниманието си върху достъпа на дружествата, особено МСП, до публичните пазари. В рамките на Форума на високо равнище за СКП, ТЕГЗЛ и Плана за действие за СКП от 2020 г. бяха повдигнати въпроси, свързани с регулаторната тежест за дружествата. Комисията взе предвид и обширното изследване по темата, извършено в рамките на проучването на Охера²⁸. За да бъдат събрани още данни по тези въпроси, през ноември 2021 г. бяха обявени една покана за предоставяне на данни, една обществена и една целева консултация по Акта за допускането до търговия. Консултациите бяха открити в продължение на 14 седмици (от 19 ноември 2021 г. до 25 февруари 2022 г.).

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU [Първичните и вторичните пазари на инструменти на собствения капитал в ЕС], окончателен доклад, ноември 2020 г., Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

Комисията устрои също така две технически срещи/работилници със заинтересовани лица от отрасъла през април 2022 г. с цел доизглаждане на разглежданите варианти за действие.

Освен това Комисията представи целите на предложението пред Експертната група на Европейския комитет по ценни книжа на 15 октомври 2021 г., 17 май 2022 г. и 30 май 2022 г.

На 17 май 2022 г. бе устроена среща и с координаторите на Комисията по икономически и парични въпроси в Европейския парламент, отново с цел представяне на целите на предложението.

Накрая, на 12 септември 2022 г. бе устроена среща и с Експертната група по дружественото право.

Обществени и целеви консултации

В рамките на обществените и целевите консултации участниците в тях подчертават, че една от основните причини за вълната от високотехнологични емитенти с висок растеж, които искат ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия в държави извън ЕС (например САЩ и Обединеното кралство), е възможността за гъвкавост, която тези юрисдикции предоставят на емитентите по отношение на акциите с право на повече гласове²⁹. В този дух някои участници³⁰ изтъкват, че редица дружества от ЕС неотдавна са прехвърлили седалището си от държави с ограничени възможности за емитиране на акции с право на повече гласове (напр. Италия, Германия и Испания) в Нидерландия – държава, която е възприела подход на допускане и гъвкавост по отношение на структурите с акции с право на повече гласове³¹. Накрая, според 64 % от участниците има смисъл в законодателството на ЕС да се предвиди, че емитентите в целия ЕС имат право да се регистрират на място на търговия в ЕС въз основа на структура с акции с право на повече гласове.

Мнозинството от участниците в консултацията (83 %) ³² изразяват мнение, че в държавите, в които е разрешено използването на акции с право на повече гласове, то действително е поощрило повече дружества да поискат акциите им да бъдат допуснати до търговия на публичен пазар. Запитани за въздействието, което акциите с право на повече гласове оказват върху привлекателността на дадено дружество за инвеститорите, повечето отговорили на този въпрос участници (предимно емитенти и борси) заявяват, че въздействието е или положително, или неутрално³³. Тези участници отбелязват, че акциите с право на повече гласове не понижават склонността на инвеститорите към вложения, при условие че има въведени определени гаранции, и подчертават, че прозрачността е от решаващо значение за осигуряването на възможност за инвеститорите да вземат инвестиционни решения въз основа на пълна информация.

²⁹ Сред заинтересованите лица, поддържащи това мнение, има инвестиционни банки, сдружения на пазарите на ценни книжа, представители на министерствата на финансите и сдружения за частни дялови инвестиции.

³⁰ Това бе споменато от две заинтересовани лица от Нидерландия.

³¹ Досега има няколко дружества, които са се преместили в Нидерландия с цел да се регистрират на фондовата борса поради привлекателността на системата с акции с право на повече гласове. Няма обаче данни, които да потвърждават това.

³² Т.е. 34 участници от общо 41.

³³ 22 % от участниците (9 участници) определят въздействието като положително или леко положително, 29 % (12 участници) – като неутрално, а 36 % (15 участници, предимно инвеститори и национални компетентни органи – НКО) – като отрицателно или леко отрицателно.

Участниците, оценяващи въздействието върху привлекателността като отрицателно (сред които два НКО и няколко сдружения на инвеститори), изразяват загриженост във връзка с изчезването на принципа „една акция – един глас“. Един участник отбелязва в частност, че структурите с акции с право на повече гласове може да застрашат съществуващите механизми за отчетност, предвидени в законодателството за управлението на дружествата, например правото на акционерите да избират директори, и да доведат до „окопаване“ на ръководството. Все пак дори и сред участниците, според които въздействието е леко отрицателно или отрицателно, някои отбелязват, че акциите с право на повече гласове са полезни в някои случаи (особено за новаторските дружества с висок растеж, водени от учредителите си, които желаят ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия). Те отбелязват, че каквито и да са предложените промени, с тях следва да се установява подходящо равновесие. В рамките на това равновесие следва да се обезпечават наличието на годна управленска защита, например ограничаване на решенията, които може да се вземат с допълнителни права на глас, осигуряване на възможност за дружествата, водени от учредителите си, да набират средства на публичните пазари и поддържане на дългосрочното виждане на учредителя за дружеството.

По този начин участниците подчертават, че към всяка възможност за гъвкавост по въпроса за структурите с акции с право на повече гласове следва да се подхожда по такъв начин, че да се гарантират управленските стандарти (евентуално чрез клаузи за прекратяване на действието, разпоредби за забрана на прехвърлянето, автоматично обезсилване/преобразуване при напускане и т.н.).

Препоръки от експертни групи

Форумът на високо равнище за СКП препоръча дружествата да имат право да изберат структура с акции с право на повече гласове, когато излизат на публичен пазар. От експертната група отбелязаха, че такива структури биха помогнали на дружествата да избегнат поглъщане от по-големи дружества, биха поощрили собствениците да поддържат растежа и биха подобрили дългосрочните перспективи за дружеството, запазвайки все пак търгуването на ценните книжа като привлекателна възможност за финансиране. Те все пак подчертаха, че това трябва да се претегли спрямо факта, че тези структури пречат на другите акционери да упражняват своите отговорности за стопанисване и управление.

ТЕГЗЛ напълно подкрепи тази препоръка с довода, че емитентите следва да имат правото да решат дали да включат клауза за прекратяване на действието или да предвидят максимално претеглено отношение на гласовете.

Срещи със заинтересовани лица

Посредством двата технически семинара със заинтересовани лица, устроени от Комисията, не бе осигурен значителен принос по темата за акциите с право на повече гласове. Някои заинтересовани лица (борси) изразиха ясна подкрепа за хармонизирането на равнище ЕС, тъй като така допускането до търговия би станало по-привлекателно. За разлика от тях други заинтересовани лица (инвеститори) заявиха, че няма нужда от такова хармонизиране, отбелязвайки, че ако се възприеме такъв подход, ще бъде важно да се въведат целесъобразни гаранции.

Срещи с Експертната група на Европейския комитет по ценни книжа Комисията представи възможните бъдещи действия по Акта за допускането до търговия в рамките на проекта за СКП. Участващите в обсъждането делегации до голяма степен подкрепиха целта на Комисията за повишаване на привлекателността на публичните

пазари в ЕС и същевременно за осигуряване на защита на инвеститорите и почтеност на пазара. По-конкретно, представителите на 13 държави членки, направили изказвания, показаха, че са готови да обмислят минимално хармонизиране на разпоредбите за акциите с право на повече гласове в законодателството на ЕС.

Среща с координаторите на Комисията по икономически и парични въпроси в Европейския парламент

Координаторите – членове на Европейския парламент, които участваха в обсъждането, приветстваха предложения от Комисията начин на действие по Акта за допускането до търговия, потвърждавайки наличието на проблем с публичните пазари в ЕС. Те подчертаха, че Комисията трябва да намери правилното равновесие, така че всички дружества, особено МСП, да имат достъп до публичните пазари за финансиране и същевременно да се осигури годна защита на инвеститорите.

Среща с Експертната група по дружественото право

Проведена бе среща с Експертната група по дружественото право, като целта бе да се обменят мнения за съществуващите структури с акции с право на повече гласове в някои държави членки. Представители на няколко държави членки се изказаха, за да обосноват отговорите си в допитването на Комисията (юли-август 2022 г.).

• Събиране и използване на експертни становища

Комисията събра значително количество данни направо от фондовите борси, емитентите и сдруженията на МСП. Освен това ТЕГЗЛ (в действие от октомври 2020 г. до май 2021 г.) също предостави данни, както и сведения от пазара. Комисията също така възложи на организацията Охега проучването „Първичните и вторичните пазари на инструменти на собствения капитал в ЕС“ през ноември 2020 г., в рамките на което бе предоставен подробен обзор на пазара³⁴, подкрепен с данни.

По-рано Комисията бе поръчала проучване на пропорционалността между собствеността и контрола в дружествата от ЕС, регистрирани на фондовата борса, което бе завършено с издаването през 2007 г. на *Доклад за принципа на пропорционалността в ЕС [Report on the Proportionality Principle in the EU]*³⁵. Заклученията в доклада неотдавна бяха потвърдени при друго проучване на защитата на малцинствените акционери, поискано от Комисията и оповестено през 2018 г.

Извършена бе оценка на въздействието въз основа на широките качествени и количествени данни, получени чрез обществената и целевата консултация по Акта за допускането до търговия: повишаване на привлекателността на публичните капиталови пазари за дружествата от ЕС и улесняване на достъпа до капитал за МСП.

³⁴ В рамките на проучването „Първичните и вторичните пазари на инструменти на собствения капитал в ЕС“ бе препоръчано регулаторните органи да отслабят ограниченията върху механизмите за засилване на контрола (например акциите с право на повече гласове), така че дружествата да бъдат насърчени да искат допускане до търговия, без да се налага собствениците да се отказват от контрола си върху дружествата.

³⁵ При проучването на пропорционалността между собствеността и контрола в държавите членки бе направено заключението, че в нито една юрисдикция измежду включените в анализирания извадка принципът „една акция – един глас“ не се прилага всецяло. Дори онези държави членки, които до известна степен официално са възприели принципа „една акция – един глас“, разрешават използването на различни механизми за засилване на контрола, например тавани на правата на глас или привилегироваи акции без право на глас. Тези заключения бяха потвърдени при проучване на защитата на малцинствените акционери през 2018 г. Проучването съдържа раздел за прилагането на принципа „една акция – един глас“ в държавите членки и се прави извод, че в националните нормативни уредби този принцип не се смята за основен.

Сред другите използвани източници са научна литература и научни изследвания, особено проучване на юрисдикции, в които вече има акции с право на повече гласове или които наскоро са приели законодателни разпоредби за разрешаването им. Получени бяха и много допълнителни сведения от различни отраслови сдружения.

- **Оценка на въздействието**

Заедно с настоящото предложение се представя оценка на въздействието, която бе предадена на Комитета за регулаторен контрол на 10 юни 2022 г. Тя бе одобрена с резерви от Комитета на 8 юли 2022 г.

Комитетът поиска в проекта на оценката на въздействието да се направят промени, за да се изясни следното: i) връзката и съгласуваността на инициативата за Акта за допускането до търговия с другите инициативи в областта на капиталовите пазари; ii) рисковете и ограниченията на анализа и признаването на нежеланите последствия; iii) различните мнения, изразени от различните категории заинтересовани лица за определянето на проблема, вариантите и въздействието им. Коментарите, формулирани от Комитета, бяха разгледани и включени в окончателната версия на оценката на въздействието.

В оценката на въздействието се анализират редица варианти за действие, целящи допускането до търговия на капиталовите пазари на ЕС да стане по-привлекателно чрез рационализирани, ясни и по-гъвкави нормативни задължения, така че за дружествата с всякакви размери да се намалят разходите по набирането на капитал на публичните пазари.

В оценката на въздействието се описват три фактора, които обясняват проблемите, свързани с трите етапа на допускането до търговия: етап преди ПП, самото ППП и етап след ППП. Факторът от значение за предложената директива е свързан с нееднаквите възможности за дружествата от ЕС по отношение на управленската структура при допускане до търговия, дължащи се на различните национални разпоредби за акциите с право на повече гласове.

С нито едно от нормативните изменения, включени във вариантите за действие, не би могло самостоятелно да се преодолеят всички предизвикателства пред публичните пазари в ЕС. В съчетание с други мерки обаче, смятани за част от по-широк план за подобряване на достъпа на дружествата до публичните капиталови пазари, измененията са предназначени да спомогнат за обръщане на сегашната неблагоприятна тенденция на публичните пазари в ЕС. Без тези нормативни подобрения публичните пазари в ЕС биха продължили да разчитат на несъвършената нормативна уредба за допускането до търговия, а това на свой ред би намалило привлекателността на публичните пазари. Това би породило икономически разходи за емитентите от ЕС, инвеститорите и икономиката на ЕС като цяло. Затова базовият сценарий не включва изменения на законодателната уредба за дружествата, които искат ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия или чиито ценни книжа вече са допуснати до търговия.

Съгласно предпочетения вариант за действие за етапа преди ППП се предвижда минимално хармонизиране на националните законодателни разпоредби, уреждащи структурите с акции с право на повече гласове, като на държавите членки се оставя свобода на преценка за начина на осъществяването му. В съответствие с този вариант държавите членки, в които понастоящем структурите с акции с право на повече гласове не са разрешени, ще трябва да изменят законодателството си, за да разрешат използването на такива управленски структури. При този вариант не се налагат никакви

допълнителни амбициозни ограничения върху държавите членки, които в момента имат гъвкав и добре работещ режим.

С този вариант дружествата (установени в държави членки, в които понастоящем структурите с акции с право на повече гласове не са разрешени) действително ще получат поощрение да поискат допускане до търговия. Осигурявайки възможност ценните книжа на дружествата да бъдат допускани до търговия във всички държави членки със структури с акции с право на повече гласове, при предпочетения вариант на учредителите и собствениците на дружествата ще се позволи да смекчат загубата на контрол, която обикновено се свързва с допускането до търговия. Това на свой ред ще открие нови възможности за финансиране за дружествата, които иначе не биха искали допускане до търговия. По този начин ще се обезпечи и съществена икономия на разходи за онези дружества, които понастоящем трябва да искат допускане до търговия в чужбина, за да се ползват от възможността за гъвкавост. Освен това акциите с право на повече гласове биха помогнали на учредителите (след допускане до търговия) да избегнат краткосрочния натиск на пазара и да се съсредоточат върху дългосрочното си виждане за дружеството.

Според предпочетения вариант държавите членки ще се ползват от възможност за гъвкавост при установяването на гаранции и условия във връзка с акциите с право на повече гласове. Все пак те ще трябва да осигурят спазване на няколко общи принципа и минимални гаранции, установени на равнище ЕС. Тук се включва необходимостта от осигуряване на подходящо равновесие между интересите на учредителите и защитата на малцинствените инвеститори, както и защитата на интересите на дружеството. Тъй като от държавите членки ще се изисква да се съобразяват с интересите на инвеститорите и на дружеството, когато въвеждат тези акционерни структури в своите национални системи, при този вариант защитата на инвеститорите ще бъде обезпечена. Освен това гаранциите и условията ще бъдат пригодени към конкретните особености на местните пазари, а пазарите, на които вече има структури с акции с право на повече гласове, ще запазят гъвкавостта си.

Друг вариант (не предпочетеният) предвижда максимално хармонизиране на акциите с право на повече гласове чрез въвеждане на набор от подробни правила, в т.ч. за гаранции за малцинствените инвеститори и за дружеството, например клаузи за ограничаване на правомощията за гласуване, клаузи за прекратяване на действието, клаузи за ограничаване на броя на гласовете, носени от всяка акция, като всички тези гаранции ще трябва да са предназначени за защита на малцинствените инвеститори и дружеството от нежеланото въздействие на тези акционерни структури. По-нататък, съгласно този вариант в законодателството на ЕС би могло да се разпише кой може да притежава акции с право на повече гласове, при кои решения се вземат предвид допълнителните права на глас и дали и при какви условия те може да бъдат прехвърляни на трето лице. Този вариант ще бъде твърде предписателен, тъй като всички държави членки ще бъдат задължени да прилагат една и съща строга уредба, включително едни и същи гаранции, които няма да дадат възможност за гъвкавост на държавите членки, които вече имат добре работеща система.

Затова предпочетеният вариант, който е ефективен, също така ще бъде и по-ефикасен от гледна точка на разходите за заинтересованите лица, в частност емитентите: На държавите членки, които вече имат уредба за акциите с право на повече гласове, няма да се налага да изменят правилата си, а на дружествата в тези държави членки няма да се налага да се приспособяват към нова уредба и да понасят допълнителни разходи. Един много по-предписателен вариант (не предпочетеният) вероятно ще доведе до много по-високи разходи (за приспособяване) както за държавите членки, така и за

емитентите в целия ЕС. Макар че като цяло интересите на инвеститорите и на дружеството може да бъдат по-добре обезпечени на равнище ЕС съгласно другия вариант, той може да се окаже непригоден за някои държави членки, където не изглежда инвеститорите да са засегнати неблагоприятно съгласно действащите (гъвкави) разпоредби за акциите с право на повече гласове.

Очаква се предложението да окаже пряко икономическо въздействие, изразяващо се в подобряване на достъпа до различни източници на финансиране за дружествата от ЕС. Вероятно е то да доведе до повече поощрения за емитентите да искат допускане до търговия на публични пазари в различните държави членки, където тези структури не са разрешени. В съчетание с други подсилващи мерки то може да доведе като цяло до повече емисии на публичните пазари в ЕС и следователно изобщо да допринесе за растежа на капиталовите пазари в ЕС.

Що се отнася до въздействието върху околната среда, в т.ч. проверката за ненанасяне на значителни вреди и за съгласуваност с климатичните цели, очаква се настоящото предложение да окаже косвено положително въздействие върху околната среда, тъй като дружествата, получаващи финансиране от публичните пазари, може да се заемат с разработването и въвеждането на нови технологии, благоприятни за околната среда. Освен това чрез въвеждането на особени гаранции следва да се минимизира въздействието върху дружеството, произтичащо от решения, които може да породят неблагоприятни последици по отношение на човешките права, климата и околната среда. Настоящото предложение ще благоприятства и развитието на по-отворени и по-конкурентни капиталови пазари, създавайки ползи особено за дружествата с бърз растеж в новаторски и наукоемки отрасли, които обикновено имат по-високи потребности от капитал. По-добрият достъп до финансиране ще даде на тези дружества възможност да нарастват по-бързо и да отделят повече финансови ресурси за научноизследователски и развойни програми, които може да допринесат за целите на Европейския зелен пакт.

Предложението може да доведе до косвено положително социално въздействие, при условие че с предпочетения вариант се постигнат целите да се допринесе за улесняване на достъпа на дружествата до публичните пазари, при което те ще могат да се възползват от по-разнообразен и широк набор от източници на финансиране и съответно да се заемат със социално новаторство и да наемат повече хора. Тъй като инициативата е насочена особено към МСП (като някои мерки са пряко предназначени за тях), има вероятност (косвеното) въздействие върху заетостта да бъде особено значимо. Днес МСП в ЕС осигуряват заетост на около 100 милиона души, произвеждат над половината от БВП на ЕС и играят ключова роля за създаването на ползи във всеки отрасъл на икономиката³⁶. Нещо важно – те представляват 99,8 % от дружествата в ЕС³⁷. Ако им бъде осигурен по-пригоден за нуждите им и по-широк достъп до финансиране, тези дружества ще могат да нарастват по-бързо, а това ще породви положителни последици за заетостта в целия ЕС. Така се очаква мерките, като част от по-широк пакет от мерки за улесняване на достъпа на МСП до финансиране на капиталовите пазари, да окажат положително въздействие върху пазара на труда в ЕС и да засилят икономическото сближаване.

³⁶ Съобщение на Комисията до Европейския парламент, Съвета, Европейския икономически и социален комитет и Комитета на регионите: „Стратегия за мястото на МСП в устойчива и цифрова Европа“, (COM(2020) 103 final), стр. 1.

³⁷ Евростат, Ключови данни за 2018 г. (europa.eu).

Настоящото предложение вероятно ще окаже косвено положително въздействие върху цифровизацията, тъй като с негова помощ ще се осигурят по-широки и по-разнообразни източници на финансиране за капиталоемките проекти и дружества, в т.ч. онези, които се съсредоточават върху цифровизацията и новаторството.

Заключението от оценката на въздействието е, че с предложения пакет от мерки ще се допринесе за постигането на първостепенната цел на СКП, а именно улесняване на достъпа на дружествата до капиталовите пазари. С този пакет от мерки ще се подкрепят дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на места на търговия в ЕС, като се намали административната тежест за тях и се осигури възможност за по-висока ликвидност. Все пак в оценката на въздействието се подчертава също така, че включените в инициативата нормативни мерки сами по себе си няма непременно да доведат до регистрирането на повече дружества на публичните пазари в ЕС, тъй като това зависи от много други фактори.

- **Пригодност и опростяване на законодателството**

Не е установено въздействие върху административните разходи във връзка с принципа на отмяна на предишни тежести при въвеждане на нови, въпреки че се очаква възникването на известни разходи за приспособяване вследствие на инициативата. Минимални преки разходи за приспособяване може да възникнат за дружествата, за да се гарантира, че допускането до търговия се структурира съгласно новите разпоредби и по-конкретно при спазване на гаранциите за защита на инвеститорите.

- **Основни права**

Настоящото предложение е съобразено с основните права и свободи, предвидени в Хартата на основните права на Европейския съюз. От значение при тази инициатива са свободното движение на хора и услуги и свободата на установяване, които са сред основните права и свободи, защитени по силата на Договора за Европейския съюз и Договора за функционирането на Европейския съюз.

Предложението засяга правото на неприкосновеност и защита на личните данни на определени акционери и лица, упражняващи права на глас в дружествата, както и на притежателите на ценни книжа с особени права на контрол. Разпоредбата, с която се изисква оповестяване на тези акционери и лица, е предназначена за засилване на доверието на инвеститорите и улесняване на вземането на инвестиционни решения въз основа на достатъчно информация, като по този начин се повишават защитата на инвеститорите и ефективността на пазара. Тъй като инвеститор може да е всеки член на обществеността, тази информация следва да бъде обществено достъпна. С тази разпоредба не се надхвърля необходимото за защита на интересите на инвеститорите, така че те да вземат решения въз основа на достатъчно информация и да се обезпечи доверието им. Освен това по силата на предложението се изисква оповестяване на лични данни само по отношение на онези акционери и лица, които имат значителна власт за вземане на решения или могат по друг начин да упражняват права на контрол в дружеството. При липсата на такова оповестяване инвеститорите не биха били в състояние да вземат инвестиционни решения въз основа на пълна информация.

4. ОТРАЖЕНИЕ ВЪРХУ БЮДЖЕТА

Не се очаква инициативата да окаже значително въздействие върху бюджета на ЕС.

5. ДРУГИ ЕЛЕМЕНТИ

- **Планове за изпълнение и механизми за наблюдение, оценяване и докладване**

В съответствие с насоките на Комисията за по-добро законотворчество се предвижда оценяване на мярката 5 години след въвеждането ѝ. Сред целите на оценяването ще бъдат ефективността и ефикасността на директивата за постигане на целите на политиката, а също така да се прецени дали са необходими нови мерки или изменения. Държавите членки предоставят на Комисията информацията, необходима за изготвянето на тази оценка.

- **Подробно разяснение на отделните разпоредби на предложението**

В член 1 се определя предметът на акта. В член 1 се предвижда, че настоящата директива засяга само възприемането на структури с акции с право на повече гласове от страна на дружествата, които искат ценните им книжа да бъдат допуснати за първи път до търговия на пазар за растеж на МСП в една или повече държави членки.

В член 2 се установяват определенията на термините, използвани в настоящата директива, а именно „дружество“, „структури с акции с право на повече гласове“, „акции с право на повече гласове“ и „пазар за растеж на МСП.“

В член 3 се разяснява, че настоящата директива е директива за минимално хармонизиране и че държавите членки може да въвеждат или запазват национални разпоредби, с които на дружествата се разрешава да възприемат структури с акции с право на повече гласове в случаите, които не са обхванати от директивата.

В член 4 се установява принципът, съгласно който държавите членки трябва да осигурят възможност за дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове, когато искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП за първи път. По силата на член 4 се изисква държавите членки да осигурят възможност за дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове, преди да поискат акциите им да бъдат допуснати до търговия. В тези случаи държавите членки имат възможност да постановят, че подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, може да се използват само след допускането до търговия.

В член 5 се предвижда, че държавите членки са длъжни да осигурят справедливо и еднакво отношение към акционерите, както и годна защита на интересите на дружествата и интересите на акционерите, които не притежават акции с право на повече гласове, като въведат целесъобразни гаранции. За тези цел в член 5 се предвижда минимално равнище на хармонизиране по отношение на гаранциите, като от държавите членки се изисква да включат определени гаранции, изброени в този член. В член 5 също така се изброяват допълнителни гаранции, които държавите членки може да обмислят за тази цел.

В член 6 се установяват изисквания за оповестяване за дружествата, възприели структури с акции с право на повече гласове, като оповестяването трябва да се извършва както към момента на допускане на акциите на дружеството до търговия, така и ежегодно след това. То трябва да включва информация за структурата на акционерния капитал на дружеството, характеристиките на акциите с право на повече гласове, както и наличието на други механизми за засилване на контрола в дружеството.

Член 7 съдържа разпоредба относно прегледа на настоящата директива.

Член 8 съдържа разпоредби относно транспонирането на директивата.
В член 9 се определя датата на влизане в сила на настоящата директива.
В член 10 се определят адресатите на настоящата директива.

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

относно структурите с акции с право на повече гласове в дружествата, които искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на малки и средни предприятия

(текст от значение за ЕИП)

ЕВРОПЕЙСКИЯТ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ,

като взеха предвид Договора за функционирането на Европейския съюз и по-специално член 50, параграф 1, член 50, параграф 2, буква ж) и член 114 от него,

като взеха предвид предложението на Европейската комисия,

след предаване на проекта на законодателния акт на националните парламенти,

като взеха предвид становището на Европейския икономически и социален комитет³⁸,

в съответствие с обикновената законодателна процедура,

като имат предвид, че:

- (1) За да се повиши привлекателността на пазарите за растеж на малки и средни предприятия (МСП) и да се понижи неравенството за търговските дружества, които искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на единния пазар, е необходимо да се предприемат мерки по отношение на препятствията пред достъпа до тези пазари, произтичащи от нормативни пречки. Дружествата следва да имат право да избират такива управленски структури, които най-добре отговарят на етапа им на развитие, в т.ч. като на контролиращите им акционери се разреши да запазват контрол върху дейността след излизането на пазари за растеж на МСП, същевременно извличайки ползите от търговията на тези пазари, доколкото правата на малцинствените акционери остават защитени.
- (2) Страхът от загуба на контрол върху дружеството е една от главните причини, възпиращи контролиращите акционери от излизане на пазари за растеж на МСП. Допускането до търговия обикновено води до разводняване на собствеността за контролиращите акционери и следователно до намаляване на влиянието им върху важните решения за инвестициите и дейността в дружеството. Запазването на контрола върху дружеството може да бъде особено важно за новосъздадените дружества и дружествата с дългосрочни проекти, за които са нужни значителни първоначални разходи, защото те може да искат да следват вижданията си, без да се излагат твърде много на пазарните колебания.
- (3) Структурите с акции с право на повече гласове са ефективен механизъм, който дава възможност на контролиращите акционери да запазят властта си за вземане на решения в дадено дружество, като същевременно набират средства от

³⁸ ОВ С [...], [...] г., стр. [...].

обществеността. Структурите с акции с право на повече гласове са форма на механизъм за засилване на контрола и включват най-малко два различни класа акции с право на различен брой гласове. При такива структури най-малко един от класовете акции има право на по-малко гласове в сравнение с другия клас (или класове) акции с право на глас. Акцията с право на най-много гласове е акция с право на повече гласове.

- (4) Освен структурите от акции с право на повече гласове има и други механизми за засилване на контрола, които дават възможност за укрепване на правомощията за гласуване. Тези механизми може да включват акции без право на глас, привилегирани акции без право на глас и тавани за правата на глас. Тъй като все пак са по-малко гъвкави, тези алтернативни механизми за засилване на контрола ограничават размера на капитала, който дружеството може да набере при допускането на акциите му до търговия на пазари за растеж на МСП поради по-слабото отделяне на икономическите права от правата на глас.
- (5) Акциите за вярност, по подобие на акциите с право на повече гласове, дават по-големи права на глас на акционера. Акционерът може да получи допълнителни права на глас към акциите за вярност, ако държи акцията за определеното време и отговаря на определени условия. Акциите за вярност са механизми за засилване на контрола, чието предназначение е акционерите да бъдат насърчавани към по-стабилно и дългосрочно притежаване на дял от собствеността, а не да се повишава привлекателността на набирането на средства от обществеността. Следователно не е целесъобразно акциите за вярност да се включват в приложното поле на настоящата директива.
- (6) Между разпоредбите на отделните държави членки за акциите с право на повече гласове има съществени различия. В някои държави членки структурите с акции с право на повече гласове са разрешени, а в други – забранени. В някои държави членки забраната за структури с акции с право на повече гласове се отнася само до публичните дружества, а в други – до всички дружества. Различията в националните режими създават пречки пред свободното движение на капитал в рамките на вътрешния пазар. Освен това разпокъсването на нормативната уредба поражда нееднакви условия на конкуренция в различните държави членки. Дружествата в държава членка, в която структурите с акции с право на повече гласове са забранени, трябва да се преместят в друга държава членка или дори извън Съюза, ако искат да бъдат допуснати до търговия с акции с право на повече гласове, и следователно са изправени пред по-високи разходи. В някои случаи поради по-високите разходи дружествата може да решат да не набират средства от обществеността, а по този начин се ограничават възможностите им за финансиране. Такива съображения са особено значими за МСП и новосъздадените дружества, на които не им достигат финансови ресурси за покриване на тези разходи.
- (7) Държавите членки следва да осигурят възможност за дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове, за да може да искат ценните им книжа да бъдат допуснати до търговия на пазари за растеж на МСП, без да се налага контролиращите им акционери да се отказват от контрола си. Допускането до търговия на регулиран пазар е по-подходящо за по-големите и по-зрели дружества, а за МСП като цяло са по-подходящи пазарите за растеж на МСП. Първоначално пазарите за растеж на МСП бяха създадени като специални места на търговия за МСП, уредени нормативно по такъв начин, който е съобразен с особеностите на тези предприятия. Не всички дружества обаче,

чиито ценни книжа са допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП, са МСП. По силата на Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета³⁹ се изисква МСП да бъдат най-малко 50 % от емитентите на финансови инструменти, допуснати до търговия на пазарите за растеж на МСП. Дружествата, които не са МСП, като цяло имат по-ликвидни ценни книжа и поради това допускането им до пазарите за растеж на МСП дава възможност на тези пазари да събират по-високи такси за търговия, за да поддържат рентабилността на стопанския си модел. Въпреки това с цел осигуряване на яснота за инвеститорите понастоящем едни и същи правила се прилагат за всички емитенти на пазарите за растеж на МСП, независимо от размера им. Ето защо е целесъобразно въвеждането на правото за възприемане на структури с акции с право на повече гласове да се прилага за всички дружества, които искат за първи път акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП.

- (8) Държавите членки следва да имат право да въведат или да запазят в сила национални разпоредби, с които разрешават на дружествата да възприемат тези структури за цели, различни от допускане на акциите им до търговия на пазар за растеж на МСП за първи път. Тук се включва разрешаване на дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове, когато ценните им книжа вече са допуснати до търговия, когато искат допускане до многостранна система за търговия, която не е регистрирана като пазар за растеж на МСП, или на регулиран пазар, както и осигуряване на възможност за частните дружества да възприемат акции с право на повече гласове, независимо дали възнамеряват да поискат акциите им да бъдат допуснати до търговия. Тук може да се включат и случаите, в които дружествата се прехвърлят от пазар за растеж на МСП към регулиран пазар, като запазват акциите си с право на повече гласове.
- (9) Дружествата може да възприемат структури с акции с право на повече гласове чрез нова емисия на акции или чрез друг вид дружествена сделка, например преобразуване на вече емитирани акции. Дружествата следва да имат възможността да изберат най-подходящия вид дружествена сделка за възприемане на структури с акции с право на повече гласове при спазване на националното право. Те също така следва да имат и възможност за избор на времето на възприемане на такива структури, при условие че искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП за първи път. Държавите членки следва да не възпрепятстват дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове преди допускането на акциите до търговия. На държавите членки обаче следва да се разреши да предвиждат, че упражняването на подсилените права на глас, които представляват права на допълнителни гласове, носени от акциите с право на повече гласове, в сравнение с правата на глас, носени от акциите от другите класове, зависи от допускането на акциите до търговия на пазар за растеж на МСП в една или повече държави членки. В този случай и до допускането до търговия акциите с право на повече гласове следва да носят същите права на глас като другите класове акции на дружеството. Това би гарантирало, че акциите с право на повече гласове служат специално за насърчаване на допускането до търговия на пазар за растеж на МСП за първи път.

³⁹ Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 349).

- (10) Тъй като неконтролиращите акционери в дружеството имат относително по-малко правомощия за гласуване в сравнение с инвестициите си, структурите с акции с право на повече гласове може да осигурят на контролиращите съдружници на това дружество вечен контрол и съответно да доведат до „окопаване“ на контролиращите акционери. Това може да повиши риска контролиращите акционери да извличат частни ползи от контрола. За да се противодейства на тези рискове, възприемането на структури с акции с право на повече гласове следва да бъде обвързано с гаранции за защита на малцинствените акционери.
- (11) Държавите членки, в които акциите с право на повече гласове са разрешени, предвиждат гаранции за защита на малцинствените акционери и интересите на дружеството. Съществуващите гаранции обаче се различават в отделните държави членки поради националните особености и различните дружественоправни системи. Като се имат предвид целите на вътрешния пазар, изложени в частност в член 50, параграф 2, буква ж) от Договора за функционирането на Европейския съюз, държавите членки следва да осигурят в своите национални законодателства съгласуван подход към структурите с акции с право на повече гласове по отношение на защитата на интересите на малцинствените акционери и дружеството. Тук се включва защита срещу решения, пораждащи рискове или водещи до неблагоприятни последици по отношение на човешките права, изменението на климата и околната среда. В рамките на този съгласуван подход всички държави членки следва да въведат изискване, съгласно което всяко решение за възприемане на структура с акции с право на повече гласове или за промяна на тази структура, оказващо влияние върху правата на глас, трябва да се взема с квалифицирано мнозинство на общото събрание на акционерите. Освен това държавите членки следва да ограничат тежестта на гласовете на акциите с право на повече гласове, като въведат или ограничения в плана на структурата с акции с право на повече гласове, или ограничения върху упражняването на правата на глас, носени от акциите с право на повече гласове, при приемането на определени решения. Ограничението върху упражняването на правата на глас може да се въведе чрез изискване, съгласно което за одобрение с квалифицирано мнозинство е необходимо квалифицирано мнозинство както от подадените гласове на общото събрание на акционерите, така и от акционерния капитал, представляван на общото събрание на акционерите.
- (12) На държавите членки следва да бъде дадена свободата на преценка за въвеждане на допълнителни гаранции, когато това е необходимо за осигуряване на годна защита на интересите на малцинствените акционери и дружеството. Държавите членки следва да преценяват дали е целесъобразно да се предвиждат допълнителни гаранции с оглед на ефективността им за защита на интересите на малцинствените акционери и дружеството, като същевременно се уверяват, че тези гаранции не противоречат на предназначението на структурите с акции с право на повече гласове, а именно контролиращите акционери да имат възможност да влияят върху важните решения, в т.ч. назначаването на директорите.
- (13) Оповестяването на точна, цялостна и навременна информация за емитентите води до повишаване на доверието на инвеститорите и осигурява възможност за вземането на инвестиционни решения въз основа на достатъчно информация. Вземането на инвестиционни решения въз основа на достатъчно информация

повишава защитата на инвеститорите и ефективността на пазара. Затова държавите членки следва да изискват от дружествата със структури с акции с право на повече гласове да публикуват подробна информация за своята акционерна структура и система за дружествено управление към момента на допускане до търговия, както и периодично в годишния си финансов отчет. В тази информация следва да се посочва дали има ограничения върху притежаването на ценните книжа, в т.ч. дали за прехвърляне на ценните книжа е необходимо одобрение или от дружеството, или от притежателите на ценните книжа. В нея следва също така да се посочва дали има ограничения върху правата на глас, в т.ч. ограничения върху правата на глас на притежателите на определен процентен дял или брой гласове, крайни срокове за упражняване на правата на глас или системи, посредством които финансовите права, носени от ценните книжа, се отделят от притежаването на ценните книжа. Освен това дружествата следва да оповестяват кои са притежателите на акции с право на повече гласове, както и физическите лица, които имат право да упражняват права на глас от тяхно име, и лицата, упражняващи особени права на контрол, така че инвеститорите, като част от обществеността, да бъдат наясно кои са крайните собственици на дружеството и кои упражняват фактическо влияние върху него. Така инвеститорите ще могат да вземат решения въз основа на достатъчно информация и съответно да бъдат по-уверени, че капиталовите пазари работят правилно.

- (14) Тъй като целите на настоящата директива, а именно осигуряване на повече възможности за финансиране за предприятията и повишаване на привлекателността на пазарите за растеж на МСП, не може да бъде постигната своевременно и в достатъчна степен от държавите членки, а поради мащаба и ефектите на мерките може да бъде постигната по-ефективно и бързо на равнището на Съюза, той може да приема мерки съгласно принципа на субсидиарността, установен в член 5 от Договора за Европейския съюз. В съответствие с принципа на пропорционалността, установен в същия член, с настоящата директива не се надхвърля необходимото за постигането на тези цели.
- (15) За да се вземат предвид промените на пазарите и измененията в другите области на съюзното право или опитът на държавите членки при прилагането на настоящата директива, Комисията следва да извърши преглед на директивата 5 години след крайния срок за транспонирането ѝ.
- (16) Съгласно Съвместната политическа декларация от 28 септември 2011 г. на държавите членки и на Комисията относно обяснителните документи⁴⁰ държавите членки са поели ангажимент в обосновани случаи да прилагат към съобщението за своите мерки за транспониране един или повече документи, обясняващи връзката между елементите на дадена директива и съответстващите им части от националните инструменти за транспониране. По отношение на настоящата директива законодателят смята, че предоставянето на тези документи е обосновано.
- (17) В съответствие с член 42, параграф 1 от Регламент (ЕС) 2018/1725 на Европейския парламент и на Съвета⁴¹ бе проведена консултация с Европейския

⁴⁰ ОВ С 369, 17.12.2011 г., стр. 14.

⁴¹ Регламент (ЕС) 2018/1725 на Европейския парламент и на Съвета от 23 октомври 2018 г. относно защитата на физическите лица във връзка с обработването на лични данни от институциите,

надзорен орган по защита на данните, който представи становище на [XX XX 2022/2023 г.]⁴²,

ПРИЕХА НАСТОЯЩАТА ДИРЕКТИВА:

Член 1

Предмет

С настоящата директива се установяват общи правила за структурите с акции с право на повече гласове в дружествата, които искат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП в една или повече държави членки и които нямат акции, вече допуснати до търговия на място на търговия.

Член 2

Определения

За целите на настоящата директива се прилагат следните определения:

- а) „дружество“ е правен субект, учреден като един от видовете дружества, посочени в приложение I към Директива (ЕС) 2017/1132;
- б) „акции с право на повече гласове“ са акции, които принадлежат към различен и обособен клас и които носят право на повече гласове в сравнение с друг клас акции с права на глас по въпроси, решавани на общото събрание на акционерите;
- в) „структура с акции с право на повече гласове“ е акционерна структура на дружество, която включва поне един клас акции с право на повече гласове;
- г) „място на търговия“ е място на търговия съгласно определението в член 4, параграф 1, точка 24 от Директива 2014/65/ЕС;
- д) „пазар за растеж на МСП“ е пазар за растеж на МСП съгласно определението в член 4, параграф 1, точка 12 от Директива 2014/65/ЕС;
- е) „отношение на претегляне на гласовете“ е отношението на броя на гласовете, носени от акциите с право на повече гласове, към броя на гласовете, носени от акциите с право на най-малко гласове.

Член 3

Въвеждане или запазване на националните разпоредби за акциите с право на повече гласове

Държавите членки може да въвеждат или запазват в сила национални разпоредби, съгласно които на дружествата се разрешава да възприемат структури с акции с право на повече гласове в случаи, неуредени с настоящата директива.

органите, службите и агенциите на Съюза и относно свободното движение на такива данни и за отмяна на Регламент (ЕО) № 45/2001 и Решение № 1247/2002/ЕО (ОВ L 295, 21.11.2018 г., стр. 39–98).

⁴² [Служба за публикации: моля да добавите бележка под линия, когато сведенията бъдат предоставени].

Член 4

Възприемане на структури с акции с право на повече гласове

1. Държавите членки правят необходимото, така щото дружествата, които нямат акции, вече допуснати до търговия на място на търговия, да имат правото да възприемат структури с акции с право на повече гласове за допускането на акциите до търговия на пазар за растеж на МСП в една или повече държави членки. Държавите членки не може да възпрепятстват допускането на акциите на дадено дружество до търговия на пазар за растеж на МСП с мотив, че дружеството е възприело структура с акции с право на повече гласове.
2. Правото по параграф 1 включва правото на дружествата да възприемат структури с акции с право на повече гласове още преди да поискат акциите им да бъдат допуснати до търговия на пазари за растеж на МСП.
3. Държавите членки може да обвържат упражняването на подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, с условието акциите да бъдат допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП в една или повече държави членки.

Член 5

Гаранции за справедливо и недискриминационно отношение към акционерите на дружествата

1. Държавите членки осигуряват справедливо и недискриминационно отношение към акционерите на дружествата, както и годна защита на интересите на акционерите, които не притежават акции с право на повече гласове, и интересите на дружествата, като предвиждат целесъобразни гаранции. За целта държавите членки извършват всичко долупосочено:

- а) правят необходимото, така щото всяко решение на дружество за възприемане на структура с акции с право на повече гласове и всяко последващо решение за изменение на структура с акции с право на повече гласове, което засяга правата на глас, да се вземат от общите събрания на акционерите на дружествата с квалифицирано мнозинство, определено съгласно изискванията на националното право.

За целите на разпоредбата по настоящата буква, когато има няколко класа акции, тези решения се вземат с отделно гласуване за всеки клас акционери, чиито права се засягат;

- б) ограничават тежестта на гласовете на акциите с право на повече гласове по отношение на упражняването на правата на другите акционери, в частност по време на общите събрания, като въвеждат едно от следните:
 - i) максимално отношение на претегляне на гласовете и изискване за максималния процентен дял от акционерния капитал в обращение, който всички акции с повече гласове общо може да представляват;
 - ii) ограничение върху упражняването на подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, за гласуването по въпроси, по които решение се взема на общото събрание на акционерите с квалифицирано мнозинство.

2. Държавите членки може да предвидят още гаранции, за да осигурят годна защита на акционерите и интересите на дружествата. Тези гаранции може в частност да включват следното:
- а) разпоредба, по силата на която да не се допуска прехвърлянето на трети лица на подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, както и продължаването на съществуването им при смърт, лишаване от права или оттегляне на първоначалния притежател на акциите с право на повече гласове (клауза за прекратяване на действието въз основа на прехвърляне);
 - б) разпоредба, по силата на която да не се допуска подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, да продължат да съществуват след изтичането на определен срок (клауза за прекратяване на действието въз основа на времето);
 - в) разпоредба, по силата на която да не се допуска подсилените права на глас, носени от акциите с право на повече гласове, да продължат да съществуват при настъпването на определено събитие (клауза за прекратяване на действието въз основа на събитие);
 - г) изискване подсилените права на глас да не се използват за блокиране на приемането на решения от общото събрание на акционерите, предназначени за предотвратяване, намаляване или премахване на неблагоприятното въздействие върху правата на човека и околната среда, свързано с дейността на дружеството.

Член 6

Прозрачност

1. Държавите членки гарантират, че дружествата със структури с акции с право на повече гласове, чиито акции се търгуват или предстои да се търгуват на пазар за растеж на МСП, оповестяват пред обществеността – в [документа на ЕС за емитиране за растеж по член 15а] от Регламент (ЕС) 2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета⁴³ или в документа за допускане по член 33, параграф 3, буква в) от Директива 2014/65/ЕС и в годишния финансов отчет на дружеството по член 78, параграф 2, буква ж) от Делегиран регламент (ЕС) 2017/565 на Комисията⁴⁴ – подробна информация за всичко долупосочено:
- а) структурата на своя капитал, включително ценните книжа, които не са допуснати до търговия на пазар за растеж на МСП в държава членка, със сведение за различните класове акции и – за всеки клас акции – носените от съответния клас права и задължения и процентния дял от общия акционерен капитал и общия брой на правата на глас, който този клас представлява;

⁴³ Регламент (ЕС) 2017/1129 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно проспекта, който трябва да се публикува при публично предлагане или допускане на ценни книжа до търговия на регулиран пазар, и за отмяна на Директива 2003/71/ЕО (ОВ L 168, 30.6.2017 г., стр. 12).

⁴⁴ Делегиран регламент (ЕС) 2017/565 на Комисията от 25 април 2016 г. за допълване на Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания и условията за извършване на дейност от инвестиционните посредници и за даването на определения за целите на посочената директива (ОВ L 87, 31.3.2017 г., стр. 1).

- б) всякакви ограничения върху прехвърлянето на ценните книжа, в т.ч. всякакви известни на дружеството споразумения между акционерите, които би могло да доведат до ограничения върху прехвърлянето на ценните книжа;
 - в) кои са притежателите на всички ценни книжа с особени права на контрол и описание на тези права;
 - г) всякакви ограничения върху прехвърлянето на ценните книжа, в т.ч. всякакви известни на дружеството споразумения между акционерите, които би могло да доведат до ограничения върху прехвърлянето на ценните книжа;
 - д) кои са притежателите на акции с право на повече гласове и физическото лице или юридическото лице, които имат право да упражняват правата на глас от името на тези акционери, в съответните случаи.
2. Когато притежателите на акции с право на повече гласове или лицата, които имат право да упражняват правата на глас от тяхно име, или притежателите на ценни книжа с особени права на контрол са физически лица, за оповестяването на самоличността им се изисква оповестяване само на имената им.

Член 7

Преглед

В срок до [пет години след влизането в сила] Комисията представя на Европейския парламент и Съвета доклад относно изпълнението на настоящата директива и нейното въздействие. За тази цел в срок до [четири години след влизането в сила] държавите членки предават на Комисията информация за следното:

- а) броя на дружествата, допуснати до търговия с акции с право на повече гласове;
- б) отрасъла, в който извършват дейност дружествата по буква а), и съответната им капитализация към момента на емитирането;
- в) гаранцията за защита на инвеститорите, прилагана от дружествата по буква а) по отношение на структурите с акции с право на повече гласове.

Член 8

Транспониране

1. Държавите членки въвеждат в сила законовите, подзаконовите и административните разпоредби, които са необходими, за да се съобразят с настоящата директива, в срок от две години от датата на влизане на настоящата директива в сила. Те незабавно информират Комисията за това. Когато държавите членки приемат тези мерки, в тях се съдържа позоваване на настоящата директива или то се извършва при официалното им публикуване. Условиата и редът на позоваване се определят от държавите членки.
2. Държавите членки съобщават на Комисията текста на основните разпоредби от националното законодателство, които те приемат в областта, уредена с настоящата директива.

Член 9

Влизане в сила

Настоящата директива влиза в сила на двадесетия ден след деня на публикуването ѝ в *Официален вестник на Европейския съюз*.

Член 10

Адресати

Адресати на настоящата директива са държавите членки.

Съставено в Брюксел на [...] година.

За Европейския парламент
Председател
[...]

За Съвета
Председател
[...]