

Bruxelles, 16. prosinca 2022.  
(OR. en)

16168/22

---

Međuinstitucijski predmet:  
2022/0406(COD)

---

DRS 66  
COMPET 1050  
ECOFIN 1350  
IA 228  
CODEC 2052

**PRIJEDLOG**

|                 |                                                                                                                                                                                              |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Od:             | Glavna tajnica Europske komisije, potpisala direktorica Martine DEPREZ                                                                                                                       |
| Datum primitka: | 8. prosinca 2022.                                                                                                                                                                            |
| Za:             | Thérèse BLANCHET, glavna tajnica Vijeća Europske unije                                                                                                                                       |
| Br. dok. Kom.:  | COM(2022) 761 final                                                                                                                                                                          |
| Predmet:        | Prijedlog DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova |

Za delegacije se u prilogu nalazi dokument COM(2022) 761 final.

Priloženo: COM(2022) 761 final



EUROPSKA  
KOMISIJA

Bruxelles, 7.12.2022.  
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Prijedlog

**DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA**

**o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje  
svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova**

(Tekst značajan za EGP)

## OBRAZLOŽENJE

### 1. KONTEKST PRIJEDLOGA

#### • Razlozi i ciljevi prijedloga

Ovaj je Prijedlog dio paketa Akta o uvrštenju, skupa mjera za povećanje privlačnosti javnih tržišta kapitala za poduzeća iz EU-a i olakšavanje pristupa kapitalu malim i srednjim poduzećima (MSP-ovi). Prijedlog je u skladu s temeljnim ciljem unije tržišta kapitala da se poboljša pristup tržišnim izvorima financiranja za poduzeća iz EU-a u svakoj fazi njihova razvoja, uključujući manja poduzeća. Uvrštena poduzeća često su uspješnija od poduzeća u privatnom vlasništvu u smislu rasta godišnjih prihoda i otvaranja radnih mjesta. Uvrštenjem na javna tržišta poduzeća mogu diversificirati svoju bazu ulagatelja, smanjiti ovisnost o bankovnom financiranju, dobiti lakši pristup dodatnom vlasničkom kapitalu i dužničkom financiranju (putem sekundarnih ponuda), povećati svoju prepoznatljivost u javnosti i prepoznatljivost robne marke.

Od objave prvog akcijskog plana za uniju tržišta kapitala 2015. ostvaren je napredak u smislu lakšeg i povoljnijeg pristupa javnim tržištima za poduzeća, posebno MSP-ove. U siječnju 2018. Direktivom o tržištima financijskih instrumenata II (MiFID II)<sup>1</sup> uvedena je nova kategorija multilateralnih trgovinskih platformi (MTP-i), rastuća tržišta MSP-ova, kako bi se potaknuo ulazak MSP-ova na tržišta kapitala<sup>2</sup>. Nova pravila EU-a predložena su 2019. s ciljem smanjenja birokracije i regulatornog opterećenja za poduzeća uvrštena na rastućim tržištima MSP-ova, uz istodobno očuvanje visoke razine zaštite ulagatelja i integriteta tržišta<sup>3</sup>. Međutim, unatoč uvedenim promjenama, dionici i dalje tvrde da su potrebne dodatne regulatorne mjere kako bi postupak uvrštenja bio jednostavniji i fleksibilniji za izdavatelje. U novom akcijskom planu za uniju tržišta kapitala donesenom u rujnu 2020. najavljeno je da će Komisija „u cilju promicanja i diversifikacije pristupa financiranju za mala i inovativna poduzeća” nastojati pojednostavniti propise o uvrštenju za javna tržišta. Na temelju toga i Uredbe (EU) 2019/2115 Komisija je osnovala tehničku stručnu skupinu dionika za MSP-ove koja je potvrdila tvrdnju dionika da su potrebne dodatne zakonodavne mjere za lakše uvrštenje poduzeća, posebno MSP-ova. U svojem završnom izvješću iz svibnja 2021. tehnička stručna skupina dionika iznijela je 12 preporuka za izmjenu okvira za uvrštenje na uređena tržišta i na rastuća tržišta MSP-ova<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

<sup>2</sup> Da bi se MTP mogao smatrati rastućim tržištem MSP-ova, najmanje 50 % izdavatelja čijim se financijskim instrumentima trguje na MTP-u moraju biti MSP-ovi, koji su u skladu s MiFID-om II definirani kao društva s prosječnom tržišnom kapitalizacijom manjom od 200 milijuna EUR (vidjeti uvodnu izjavu 132. MiFID-a II). Kako bi se osigurala odgovarajuća razina zaštite ulagatelja, pravila o uvrštenju na rastuća tržišta MSP-ova moraju zadovoljavati i određene standarde kvalitete, što uključuje sastavljanje odgovarajućeg dokumenta o uvrštenju (ako prospekt nije potreban) i izradu periodičnih financijskih izvještaja. Okvir za rastuće tržište MSP-ova izrađen je kako bi se dodatno uvažile posebne potrebe MSP-ova koji prvi put ulaze na tržišta vlasničkih vrijednosnih papira i obveznica.

<sup>3</sup> Uredba (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive 2014/65/EU te uredaba (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta MSP-ova (SL L 320, 11.12.2019., str. 1.–10.).

<sup>4</sup> *Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs – Empowering EU capital markets – Making listing cool again* (Završno izvješće tehničke stručne skupine dionika (TESG) o MSP-ovima – Jačanje tržišta kapitala u EU-u – Jednostavnije uvrštenje na burzu) (europa.eu).

Predsjednica von der Leyen u svojem je pismu namjere<sup>5</sup> upućenom Parlamentu i predsjedništvu Vijeća 15. rujna 2021. najavila zakonodavni prijedlog o olakšavanju pristupa kapitalu MSP-ovima, koji je bio uključen u program rada Komisije za 2022.<sup>6</sup>

Odluka poduzeća o uvrštenju složena je i pod utjecajem je brojnih čimbenika, od kojih su mnogi izvan dosega regulatornih tijela pa se na njih stoga ne može izravno odgovoriti zakonodavnom intervencijom. Na primjer, značajke ekosustava koje određuju trošak usluga uvrštenja, geopolitička nestabilnost, Brexit, COVID-19, politika središnje banke i inflacija utjecali su (i dalje će utjecati) na odluku poduzeća o uvrštenju, mjestu i vremenu uvrštenja te ostanku na burzi u EU-u. Međutim, regulatorni zahtjevi i povezani troškovi i opterećenje također su važni čimbenici u odlučivanju poduzeća o uvrštenju i ostanku na burzi. Paket Akta o uvrštenju ciljani je skup mjera čiji je cilj: i. smanjiti regulatorno opterećenje ako se smatra prekomjernim (tj. ako bi regulativa mogla pridonijeti zaštiti ulagatelja/integritetu tržišta na troškovno učinkovitiji način za dionike) i ii. povećati fleksibilnost koja je pravom trgovačkih društava omogućena osnivačima društava/dioničarima s kontrolnim udjelom u načinu raspodjele glasačkih prava nakon uvrštenja dionica za trgovanje.

Regulatorni okvir koji se primjenjuje na postupak uvrštenja višedimenzionalan je. Poduzeća moraju ispunjavati regulatorne zahtjeve prije, tijekom i nakon inicijalne javne ponude (IPO). Ovaj je Prijedlog usmjeren na regulatorne prepreke u fazi prije inicijalne javne ponude i odnosi se na nejednake mogućnosti poduzeća u EU-u da pri uvrštenju odaberu odgovarajuće upravljačke strukture. Predloženoj direktivi priložena su još dva zakonodavna prijedloga: i. Prijedlog uredbe o izmjeni Uredbe o prospektu<sup>7</sup> i Uredbe o zlouporabi tržišta (MAR)<sup>8</sup>, ii. Uredba o tržištima financijskih instrumenata (MiFIR)<sup>9</sup> i iii. Prijedlog direktive o stavljanju izvan snage Direktive o uvrštenju na burzu<sup>10</sup> i izmjeni MiFID-a II. Cilj je obaju prijedloga pojednostavniti i pojasniti zahtjeve za objavu koji se primjenjuju na primarna i sekundarna tržišta te pritom očuvati prikladnu razinu zaštite ulagatelja i integritet tržišta. Predloženom direktivom o stavljanju izvan snage Direktive o uvrštenju na burzu i o izmjeni MiFID-a II također se nastoji povećati niska razina investicijskog istraživanja za mala i srednja poduzeća.

Jedan od glavnih problema koji odvraća osnivače društava i obiteljska poduzeća od uvrštenja (u fazi prije inicijalne javne ponude) jest strah od gubitka kontrole nad poduzećem nakon uvrštenja. Uvrštenje podrazumijeva razrjeđivanje vlasničke strukture, čime se smanjuje kontrola osnivača i obitelji nad važnim ulaganjima i operativnim odlukama poduzeća. Veća je vjerojatnost da će se poduzeća, a posebno MSP-ovi, uvrstiti na javna tržišta ako dioničari s kontrolnim udjelom mogu zadržati moć odlučivanja u poduzeću nakon njegova uvrštenja. Tako im se omogućuje da nastave oblikovati poslovanje u skladu sa svojom strateškom

---

<sup>5</sup> Vidjeti str. 4.: [https://state-of-the-union.ec.europa.eu/system/files/2022-12/state\\_of\\_the\\_union\\_2021\\_letter\\_of\\_intent\\_hr.pdf](https://state-of-the-union.ec.europa.eu/system/files/2022-12/state_of_the_union_2021_letter_of_intent_hr.pdf) (europa.eu).

<sup>6</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru Regija „Program rada Komisije za 2022. Zajedno do snažnije Europe” COM(2021) 645 final <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN-HR/TXT/?from=EN&uri=CELEX%3A52021DC0645>.

<sup>7</sup> Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL L 168, 30.6.2017., str. 12.).

<sup>8</sup> Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL L 173, 12.6.2014., str. 1.).

<sup>9</sup> Uredba (EU) br. 600/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištima financijskih instrumenata i izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012.

<sup>10</sup> Direktiva 2001/34/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 28. svibnja 2001. o uvrštenju vrijednosnica u službenu kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnicama (SL L 184, 6.7.2001., str. 1.).

vizijom te istodobno uživaju prednosti uvrštenog poduzeća i prikupljanja dostatnih sredstava zbog čega im se uvrštenje isplati. To se posebno odnosi na manja obiteljska poduzeća, *start-up* poduzeća i poduzeća s dugoročnim projektima koji podrazumijevaju znatne početne troškove. Sva ta poduzeća mogu se pretjerano izložiti fluktuacijama na javnim tržištima ili riziku neprijateljskog preuzimanja. Ta bi poduzeća također imala najviše koristi od uvrštenja na rastuća tržišta MSP-ova, što je kategorija MTP-a posebno osmišljena za MSP-ove, na kojem im pogoduju manje strogi regulatorni zahtjevi. Zbog njihova obično rizičnijeg profila, smanjene vidljivosti potencijalnim ulagateljima, nemogućnosti da si priušte uvrštenje u inozemstvu, a katkad zbog veće potrebe za rastom, manjim je poduzećima diversificirano financiranje potrebnije nego većima. Budući da je pristup javnim tržištima posebno važan za manja i brzorastuća poduzeća, ovaj je Prijedlog usmjeren na uvrštenje poduzeća na rastuća tržišta MSP-ova.

Strukture dionica s višestrukim pravom glasa učinkovit su mehanizam koji vlasnicima poduzeća omogućuje da zadrže moć odlučivanja u poduzeću i istodobno prikupljaju sredstva na javnim tržištima. Te strukture dionica dioničaru (ili skupini dioničara) omogućuju kontrolni udio u poduzeću bez potrebe za ekonomičnim ulaganjem razmjernim veličini udjela ako sve dionice imaju jednaku glasačku snagu. Strukture dionica s višestrukim pravom glasa obično uključuju najmanje dva različita i odvojena razreda dionica s različitim brojem prava glasa.

Strukture dionica s višestrukim pravom glasa samo su jedan od postojećih mehanizama za jačanje kontrole, tj. mehanizama koji uvode nerazmjer između financijskog vlasništva i glasačke snage, zbog čega dioničar može povećati svoju kontrolu i bez razmjernog udjela u kapitalu. Studija o razmjernosti vlasništva i kontrole u državama članicama<sup>11</sup>, objavljena 2007., pokazala je da dostupni mehanizmi za jačanje/zadržavanje kontrole iskorištavanjem glasačke snage mogu uključivati, među ostalim, dionice vjernosti<sup>12</sup>, dionice bez prava glasa<sup>13</sup>, povlaštene dionice bez prava glasa<sup>14</sup> i gornje granice za glasačka prava<sup>15</sup>.

Međutim, većina tih alternativnih struktura dionica zbog svoje rigidnosti ograničava iznos sredstava koja se mogu prikupiti u fazi inicijalne javne ponude i naknadnim izdanjima. Nadalje, dionice vjernosti su mehanizam jačanja kontrole koji je posebno osmišljen da se ulagatelje potakne na dugoročno držanje dionica radi stabilnije i dugoročnije vlasničke strukture, a ne radi povećanja atraktivnosti prikupljanja sredstava od javnosti. Budući da dionice vjernosti dioničarima s kontrolnim udjelom obično daju manje dodatnih glasačkih prava od dionica s višestrukim pravom glasa i da u pravilu zahtijevaju određeno razdoblje držanja prije aktiviranja većih glasačkih prava, osnivači i obiteljska poduzeća smatraju ih manje privlačnima. To potvrđuju empirijski dokazi koji su pokazali da se uvođenjem dionica vjernosti u određenim državama članicama nije povećao broj poduzeća na javnim tržištima. Suprotno tome, dionice s višestrukim pravom glasa omogućuju osnivačima da

---

<sup>11</sup> [https://ecgi.global/sites/default/files/study\\_report\\_en.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf).

<sup>12</sup> Dionice vjernosti su dionice koje daju veću glasačku snagu dioničarima koji ih drže određeno vrijeme. Takvi dioničari obično dobivaju dva glasa po dionici umjesto jednog ako svoje dionice drže najmanje dvije godine.

<sup>13</sup> Dionice bez prava glasa su dionice bez glasačkih prava i bez posebnih prava na novčane tokove (kao što je povlaštena dividenda) kojima bi se nadoknadilo nepostojanje glasačkih prava.

<sup>14</sup> Povlaštene dionice bez prava glasa su dionice bez glasačkih prava izdane s posebnim pravom na novčane tokove kojim se nadoknađuje nepostojanje glasačkih prava (kao što je povlaštena (viša ili zajamčena) dividenda).

<sup>15</sup> Gornja granica za glasačka prava je ograničenje kojim se dioničarima zabranjuje glasovanje iznad određenog praga, neovisno o broju dionica s pravom glasa koje drže. Te se gornje granice mogu izraziti kao postotak svih preostalih glasačkih prava (npr. nijedan dioničar ne može glasovati za više od 3 % upisanog dioničkog kapitala poduzeća) ili kao postotak svih glasova na glavnoj skupštini (uobičajeno u državama članicama).

zadrže kontrolu i istodobno prodaju veći dio svojih ulaganja u poduzeće zahvaljujući manjoj povezanosti gospodarskih interesa i glasačkih prava.

Uvođenjem strukture dionica s višestrukim pravom glasa u poduzeću smanjuje se moć odlučivanja drugih dioničara (ulagatelja) u usporedbi s njihovim ekonomičnim ulaganjima. Ako se na odgovarajući način ne ublaži, ta bi smanjena glasačka snaga mogla uzrokovati konkretne probleme. Takvi problemi mogli bi uključivati, na primjer, učvršćivanje položaja dioničara<sup>16</sup>, premještanje imovine poduzeća i, općenito, ostvarivanje privatnih koristi dioničara s kontrolnim udjelom, npr. transakcijama s povezanim osobama. Nadalje, dionice s višestrukim pravom glasa svojim učinkom razrjeđivanja vlasničke strukture mogu dovesti do toga da dioničari s kontrolnim udjelom blokiraju određene odluke, uključujući one kojima je cilj održivost, što pogoduje interesima dioničara s kontrolnim udjelom, a ne dugoročno održivom razvoju poduzeća. Međutim, ti se potencijalni problemi mogu riješiti uvođenjem mjera za zaštitu manjinskih dioničara i interesa poduzeća, kao što su maksimalni omjer glasova, klauzule o vremenskom ograničenju valjanosti i ograničenje upotrebe dionica s višestrukim pravom glasa u određenim slučajevima, primjerice kad je riječ o održivosti.

U EU-u su strukture dionica s višestrukim pravom glasa zasad fragmentirane, zbog čega poduzeća iz EU-a nemaju jednake mogućnosti pri odlučivanju o uvrštenju. Neke države članice, kao što su Švedska i Danska, gotovo su od početka svojih tržišta kapitala uvele dionice s višestrukim pravom glasa. U Švedskoj je postotak uvrštenih poduzeća s tim strukturama dionica uvijek bio iznad 40 %, a u Finskoj i Danskoj pak predstavljaju većinu uvrštenih poduzeća u smislu tržišne kapitalizacije. Za razliku od njih, druge države članice zabranile su dionice s višestrukim pravom glasa. U nekim je državama zabrana ograničena na javna poduzeća, na primjer u Njemačkoj i Belgiji, dok se u drugima primjenjuje na sva poduzeća, na primjer u Austriji i Hrvatskoj.

Razlike u nacionalnim sustavima u pogledu struktura dionica s višestrukim pravom glasa stvaraju nejednake uvjete za poduzeća u različitim državama članicama. Poduzetnici i društva iz država članica koje zabranjuju strukture dionica s višestrukim pravom glasa u relativno su nepovoljnijem položaju u odnosu na društva iz država članica koja ih dopuštaju. Poduzetnici i društva koji žele uvesti strukture dionica s višestrukim pravom glasa i imati koristi od njihove fleksibilnosti mogu ostati u privatnom vlasništvu ili se preseliti u drugu državu članicu (ili treću zemlju), čime se ograničava njihov izbor financiranja i povećava trošak kapitala. To posebno utječe na MSP-ove i *start-up* poduzeća u ranoj fazi kojima nedostaju sredstva za pokrivanje dodatnih troškova uvrštenja u drugoj državi članici ili trećoj zemlji.

Ovim se Prijedlogom nastoje minimalno uskladiti nacionalni propisi o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima uvrštenima na rastuća tržišta MSP-ova te državama članicama istodobno ostaviti dovoljno fleksibilnosti za njegovu provedbu. Iako su uređena tržišta općenito prikladnija za veća i razvijenija poduzeća, rastuća tržišta MSP-ova uglavnom su namijenjena uvrštenju manjih poduzeća, a u regulatornom tretmanu rastućih tržišta MSP-ova uzimaju se u obzir posebnosti MSP-ova. Međutim, uz MSP-ove postoje i druga poduzeća koja svoje vrijednosne papire uvrštavaju na rastuća tržišta MSP-ova. Poduzeća koja nisu MSP-ovi općenito imaju više likvidnih vrijednosnih papira i stoga njihovo uključivanje omogućuje rastućim tržištima MSP-ova da postignu više naknade za trgovanje kako bi očuvali profitabilnost svojeg poslovnog modela. Međutim, kako bi se ulagateljima osigurale jasne informacije, svi izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova, neovisno o njihovoj veličini, trenutačno podliježu istim pravilima. Zato se ovim Prijedlogom svim poduzećima koja žele po

---

<sup>16</sup> Učvršćivanje položaja dioničara je situacija u kojoj dioničari s kontrolnim udjelom imaju stalnu kontrolu i stoga mogu donositi odluke u vlastitu korist neovisno o interesima poduzeća i drugih dioničara, a da pritom drugi dioničari ne mogu učinkovito osporiti te odluke.

prvi put uvrstiti svoje dionice za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova omogućuje da uvedu strukture dionica s višestrukim pravom glasa.

Ovim se Prijedlogom predviđaju mjere za zaštitu manjinskih dioničara i interesa poduzeća. U skladu s tim zaštitnim mjerama sve države članice dužne su osigurati da se svaka odluka o uvođenju strukture dionica s višestrukim pravom glasa ili o izmjeni te strukture ako utječe na glasačka prava donosi kvalificiranom većinom na glavnoj skupštini dioničara. Tim se mjerama ograničava i glasačka snaga dionica s višestrukim pravom glasa uvođenjem ograničenja pri oblikovanju strukture dionica s višestrukim pravom glasa ili pri ostvarivanju glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa pri donošenju određenih odluka. Te su zaštitne mjere osmišljene da bi se zaštitili interesi manjinskih dioničara i interesi poduzeća te istodobno dioničarima s kontrolnim udjelom omogućila dovoljna fleksibilnost i povećala privlačnost struktura dionica s višestrukim pravom glasa. Nadalje, te su mjere uglavnom u skladu s onima koje već postoje u pravnim sustavima država članica s funkcionalnim sustavima strukture dionica s višestrukim pravom glasa. Stoga bi te države članice trebale minimalno prilagoditi svoje postojeće pravne sustave.

- **Dosljednost s postojećim odredbama politike u tom području**

Strukture dionica s višestrukim pravom glasa zasad su uređene isključivo na nacionalnoj razini.

Predložena direktiva u skladu je s ciljevima postojećih propisa EU-a kojima se utvrđuju zahtjevi za javna poduzeća i usklađuju nacionalne odredbe u pravu trgovačkih društava. To uključuje Direktivu o pravu društava<sup>17</sup>, čiji je cilj osigurati minimalnu istovjetnu zaštitu i za dioničare i za vjerovnike. Njome se usklađuju nacionalne odredbe o određenim aspektima prava trgovačkih društava, kao što su osnivanje dioničkih društava, zahtjevi o dioničkom kapitalu i raspodjele dioničarima. Područje primjene predložene direktive ne preklapa se s područjem primjene Direktive o pravu društava, kojom se ne uređuju dioničke strukture poduzeća (ni strukture dionica s višestrukim pravom glasa). To se pitanje stoga razmatra u ovom Prijedlogu.

Nadalje, budući da se njime državama članicama nalaže da uvedu odredbe radi zaštite interesa poduzeća i manjinskih dioničara, Prijedlog je u skladu s ciljem politike koji se nastoji postići Direktivom (EU) 2017/828<sup>18</sup>, kao i s ciljem poticanja dugoročnog održivog razvoja poduzeća te zaštite interesa poduzeća i njegovih manjinskih dioničara u slučaju transakcija s povezanim osobama, unatoč tome što se područja primjene tih dvaju akata razlikuju (Direktiva se odnosi na prava dioničara u poduzećima uvrštenima za trgovanje na uređenim tržištima, dok se ovaj Prijedlog odnosi na prava dioničara u poduzećima uvrštenima za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova).

Slično tome, predložena direktiva ne preklapa se s područjem primjene Direktive o ponudama za preuzimanje kojom se utvrđuju pravila primjenjiva na javna poduzeća za koja su podnesene ponude za preuzimanje s ciljem zaštite interesa dioničara. Važno je napomenuti da se Direktiva o ponudama za preuzimanje<sup>19</sup> primjenjuje samo na poduzeća uvrštena za trgovanje na uređenom tržištu, a ne na poduzeća uvrštena za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, koja su obuhvaćena područjem primjene ovog Prijedloga. Međutim, odredbama o transparentnosti u ovom Prijedlogu nastoje se ostvariti ciljevi slični onima iz Direktive o

---

<sup>17</sup> Direktiva (EU) 2017/1132 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava (kodificirani tekst) (SL L 169, 30.6.2017., str. 46.).

<sup>18</sup> Direktiva (EU) 2017/828 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. svibnja 2017. o izmjeni Direktive 2007/36/EZ u pogledu poticanja dugoročnog sudjelovanja dioničara (SL L 132, 20.5.2017., str. 1.–25.).

<sup>19</sup> Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL L 142, 30.4.2004., str. 12.).

ponudama za preuzimanje, s naglaskom na strukturi dioničkog kapitala poduzeća, dioničarskoj strukturi te pravima i obvezama koja nose vrijednosni papiri poduzeća.

Naposljetku, predložena direktiva u skladu je s odredbama MiFID-a II kojim se uređuju rastuća tržišta MSP-ova.

- **Dosljednost u odnosu na druge politike Unije**

Prijedlog je u potpunosti u skladu s temeljnim ciljem unije tržišta kapitala da se financiranje učini dostupnijim poduzećima iz EU-a, a posebno MSP-ovima. U skladu je s nizom zakonskih i nezakonskih mjera koje je Komisija poduzela u okviru akcijskog plana o uniji tržišta kapitala iz 2015.<sup>20</sup>, preispitivanja akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja iz 2017.<sup>21</sup> i akcijskog plana o uniji tržišta kapitala iz 2020.

Radi potpore zapošljavanju i rastu u EU-u, ključan cilj unije tržišta kapitala od samog je početka bio olakšati pristup financiranju za poduzeća, posebno MSP-ove. Od objave akcijskog plana o uniji tržišta kapitala 2015. poduzete su određene ciljne mjere za razvoj odgovarajućih izvora financiranja za MSP-ove u svim fazama njihova razvoja. U preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja objavljenom u lipnju 2017. Komisija je odlučila povećati svoje ambicije i više pozornosti posvetiti pristupu MSP-ova javnim tržištima. U svibnju 2018. objavila je prijedlog za promicanje upotrebe rastućih tržišta MSP-ova<sup>22</sup> kako bi se smanjilo administrativno opterećenje i visoki troškovi usklađivanja kojima su izloženi izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova, a istodobno osigurala visoka razina integriteta tržišta i zaštite ulagatelja; potaknula likvidnost javno uvrštenih dionica MSP-ova kako bi ta tržišta postala privlačnija ulagateljima, izdavateljima i posrednicima i olakšala registracija MTP-ova kao rastućih tržišta MSP-ova. Prijedlog za promicanje upotrebe rastućih tržišta MSP-a donesen je u studenome 2019.

Nadalje, nakon krize uzrokovane bolešću COVID-19 Komisija je objavila paket za oporavak tržišta kapitala, koji je sadržavao ciljne izmjene propisa o tržištima kapitala i bankama, čiji je glavni cilj bio olakšati tržištima kapitala pružanje potpore poduzećima iz EU-a u oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19. Predloženim izmjenama pravila o tržištima kapitala posebno se nastojalo smanjiti regulatorno opterećenje i složenost za investicijska društva i izdavatelje.

Ovaj se Prijedlog nadovezuje na akcijski plan o uniji tržišta kapitala iz 2020. i njegov cilj da se financiranje učini dostupnijim poduzećima iz EU-a (mjera 2. „potpora pristupu javnim tržištima”). Prijedlog je usmjeren na ublažavanje regulatornih zahtjeva koji mogu odvratiti poduzeće od uvrštenja ili ostanka na burzi. Drugi čimbenici koji mogu odvratiti izdavatelje od uvrštenja, kao što su mala baza ulagatelja i povoljniji porezni tretman duga u odnosu na vlasnički kapital, obuhvaćeni su drugim tekućim i predstojećim inicijativama o uniji tržišta kapitala kojima se dopunjuju izmjene navedene u ovom Prijedlogu te bi ih trebalo analizirati zajedno s ovom inicijativom. Te se inicijative odnose, primjerice, na i. uspostavu jedinstvene europske pristupne točke (ESAP)<sup>23</sup> kako bi se ulagateljima omogućio pristup usporedivim

<sup>20</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija „Akcijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala” (COM(2015) 468 final).

<sup>21</sup> Komunikacija Komisije o preispitivanju akcijskog plana o uniji tržišta kapitala sredinom provedbenog razdoblja (SWD(2017) 224 final i SWD(2017) 225 final, 8. lipnja 2017.) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292&qid=1671030733816&from=EN>

<sup>22</sup> Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 596/2014 i Uredbe (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća (MSP-ova) (COM(2018) 331 final).

<sup>23</sup> Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o uspostavi jedinstvene europske pristupne točke za centralizirani pristup javno dostupnim informacijama koje se odnose na financijske usluge, tržišta kapitala i održivost (COM(2021) 723 final).

podacima, a poduzeća postala vidljivija ulagateljima, ii. centralizaciju informacija o trgovanju u EU-u u konsolidiranom sustavu objave<sup>24</sup> radi učinkovitijeg okruženja za trgovanje na javnom tržištu i utvrđivanja cijena, ii. uvođenje olakšice za povlašteni porezni tretman duga u odnosu na vlasnički kapital (DEBRA)<sup>25</sup> kako bi financiranje vlasničkim kapitalom za poduzeća postalo privlačnije (i jeftinije).

Nadalje, nizom Komisijinih inicijativa dodatno će se ojačati baza ulagatelja u uvrštene vlasničke instrumente. Fond EU-a za inicijalnu javnu ponudu MSP-ova bit će glavni ulagatelj kako bi se privuklo više privatnih ulaganja u uvrštene vlasničke instrumente MSP-ova sklapanjem partnerstava s institucionalnim ulagateljima i ulaganjem u fondove namijenjene MSP-ovima izdavateljima. Preispitivanjima CRR-a i Direktive Solventnost II povećat će se baza ulagatelja za izdavatelje tako što će se bankama i osiguravajućim društvima olakšati ulaganje u javni (dugoročni) vlasnički kapital.

Ovaj je Prijedlog u skladu i s Novim europskim programom za inovacije<sup>26</sup>, objavljenim 2022., jer bi tržišta kapitala trebala postati privlačnija za osnivače poduzeća koji se ne bi trebali odreći kontrole nakon uvrštenja na javna tržišta.

Prijedlogom se uzimaju u obzir dokazi na kojima se temelji mišljenje platforme „Fit for Future” o olakšavanju pristupa MSP-ova kapitalu, a posebno o pojednostavljenju postupaka za uvrštenje vrijednosnih papira MSP-ova za trgovanje i drugih obveza povezanih s uvrštenjem.

Budući da će na temelju ovog Prijedloga više MSP-ova dobiti pristup sve većem broju diversificiranog financiranja uvrštenjem na rastuća tržišta MSP-ova zahvaljujući najprikladnijoj strukturi korporativnog upravljanja, on će biti u skladu i s ciljem paketa pomoći za MSP-ove koji je predsjednica von der Leyen najavila u govoru o stanju Unije u rujnu 2022.

Naposljetku, odredbama Prijedloga o zaštitnim mjerama štite se i interesi poduzeća od odluka koje dovode do rizika ili štetnih posljedica za ljudska prava, klimatske promjene i okoliš. Prijedlog je stoga u skladu s Komisijinim ciljem politike korporativnog upravljanja kojim se potiče održivo i odgovorno korporativno ponašanje pa je u skladu i s Komisijinim Prijedlogom direktive o dužnoj pažnji za održivo poslovanje<sup>27</sup>, čiji je cilj uključiti pitanja ljudskih prava i okoliša u sustave korporativnog upravljanja poduzeća.

## **2. PRAVNA OSNOVA, SUPSIDIJARNOST I PROPORCIONALNOST**

### **• Pravna osnova**

Prijedlog se temelji na člancima 114. i 50. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU).

Člankom 114. UFEU-a predviđa se donošenje mjera za usklađivanje odredaba zakona ili drugih propisa u državama članicama, čiji je cilj uspostava i funkcioniranje unutarnjeg tržišta. Na članak 114. može se pozvati ako neujednačenosti nacionalnih pravila narušavaju temeljne

<sup>24</sup> Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o izmjeni Uredbe (EU) br. 600/2014 u pogledu poboljšanja transparentnosti tržišnih podataka, uklanjanja prepreka uvođenju konsolidiranog sustava objave, optimizacije obveza trgovanja i zabrane primanja plaćanja za prosljeđivanje naloga klijenata (COM(2021) 727 final).

<sup>25</sup> Prijedlog direktive Vijeća o utvrđivanju pravila o olakšici za povlašteni porezni tretman duga u oporezivanju trgovačkih društava i o ograničavanju mogućnosti odbitka kamata za potrebe poreza na dobit (COM(2022) 216 final).

<sup>26</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija „Novi europski program za inovacije” (COM(2022) 332 final).

<sup>27</sup> Prijedlog direktive Europskog parlamenta i Vijeća o dužnoj pažnji za održivo poslovanje i izmjeni Direktive (EU) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

slobode ili tržišno natjecanje te stoga imaju izravan učinak na funkcioniranje unutarnjeg tržišta. Cilj je predložene direktive ukloniti prepreke ostvarivanju temeljnih sloboda, kao što su slobodno kretanje kapitala i sloboda poslovnog nastana. Te prepreke proizlaze iz razlika među nacionalnim propisima o trgovačkim društvima u EU-u jer neke države članice svojim društvima onemogućuju pristup javnim tržištima putem struktura dionica s višestrukim pravom glasa. Time se ograničava njihov pristup kapitalu i stvara prepreka uspostavi jedinstvenog tržišta kapitala u EU-u.

Člankom 50. stavkom 1. UFEU-a, a posebno člankom 50. stavkom 2. točkom (g) propisuje se da EU djeluje u svrhu ostvarenja slobode poslovnog nastana s obzirom na određenu djelatnost, posebno „usklađivanjem, u mjeri u kojoj je to potrebno, zaštitnih mehanizama koje države članice zahtijevaju od trgovačkih društava u smislu članka 54. drugog stavka radi zaštite interesa članova i trećih, s ciljem izjednačavanja takvih zaštitnih mehanizama širom Unije”. Predloženom direktivom nastoje se uspostaviti mjere za usklađivanje zaštite interesa dioničara poduzeća i drugih dionika kako bi se smanjile neujednačenosti nacionalnih pravila i prepreke slobodi poslovnog nastana.

- **Supsidijarnost (za neisključivu nadležnost)**

Na temelju članka 4. UFEU-a, mjere EU-a za dovršetak unutarnjeg tržišta moraju se procijeniti uzimajući u obzir načelo supsidijarnosti utvrđeno u članku 5. stavku 3. Ugovora o Europskoj uniji (UEU). U skladu s načelom supsidijarnosti, mjere na razini EU-a trebalo bi poduzeti samo ako države članice ne mogu samostalno dostatno ostvariti ciljeve predloženih mjera, zbog čega su potrebne mjere na razini EU-a. Ako se za dionice s višestrukim pravom glasa ne poduzmu mjere na razini EU-a, države članice koje trenutačno ne dopuštaju te strukture dionica vjerojatno neće u skoroj budućnosti jednostrano i bez vanjskih poticaja izmijeniti svoja pravila. To je tako uglavnom iz povijesnih razloga, zbog protivljenja dionika u tim zemljama i jer je često teško promijeniti pravo trgovačkih društava, koje se razvijalo stoljećima. Svako odgađanje uvođenja tih struktura u EU-u moglo bi manjim poduzećima i dalje uskraćivati mogućnosti financiranja u državama članicama koje zabranjuju dionice s višestrukim pravom glasa. Naposljetku, čak i ako države članice odluče poduzeti mjere, njihovi bi se pristupi mogli znatno razlikovati, što bi moglo dovesti do daljnje fragmentacije.

- **Proporcionalnost**

Cilj je predložene direktive pridonijeti pravilnom funkcioniranju jedinstvenog tržišta i ukloniti prepreke ostvarivanju temeljnih sloboda, kao što su slobodno kretanje kapitala i sloboda poslovnog nastana. Te prepreke uzrokuju razlike među nacionalnim sustavima u području prava trgovačkih društava koje se odnose na strukture dionica, a posebno na mogućnost poduzeća da uvede strukturu dionica s višestrukim pravom glasa. Prijedlogom se za ostvarenje tog cilja utvrđuju samo minimalni zahtjevi za usklađivanje i to samo u vezi s glavnim pravnim načelom o dopuštanju struktura dionica s višestrukim pravom glasa, dopunjujući ga minimalnim zaštitnim mjerama potrebnima za zaštitu interesa manjinskih dioničara i interesa poduzeća. Njegovo je područje primjene ograničeno i na rastuća tržišta MSP-ova, osobito kako bi se obuhvatili MSP-ovi koji bi imali najviše koristi od takve mjere.

Predloženom direktivom državama članicama ostavlja se dovoljno fleksibilnosti da odredbe Prijedloga oblikuju u okviru nacionalnog pravnog sustava dopunjavanjem pravila dodatnim mjerama, uključujući zaštitne mjere za dioničare i interese poduzeća, pod uvjetom da su u skladu s ciljevima ove Direktive, ili dopuštanjem struktura dionica s višestrukim pravom glasa u slučajevima koji nisu obuhvaćeni područjem primjene ovog Prijedloga. Stoga, u skladu s načelom supsidijarnosti utvrđenim u članku 5. UEU-a, predložena direktiva ne prelazi ono što je potrebno za ostvarivanje njezinih ciljeva.

- **Odabir instrumenta**

Integracija jedinstvenog tržišta EU-a u području prava trgovačkih društava, posebno struktura dionica, najbolje se može postići usklađivanjem propisa putem direktive. Tako se poštuju različite pravne kulture i sustavi prava trgovačkih društava država članica te se omogućuje dovoljna fleksibilnost u postupku prenošenja kako bi se zajednički minimalni standardi proveli na način koji je kompatibilan s tim različitim sustavima.

Preporukom se ne bi mogao ostvariti željeni cilj usklađivanja u tom području politike u kojem su utvrđene velike razlike u obvezujućim propisima država članica. Nadalje, usklađivanjem na temelju uredbe državama članicama ne bi se pružila dovoljna fleksibilnost za prilagodbu lokalnim okolnostima i usklađivanje pravila EU-a sa širim nacionalnim pravom trgovačkih društava.

### **3. REZULTATI *EX POST* EVALUACIJA, SAVJETOVANJA S DIONICIMA I PROCJENA UČINKA**

- ***Ex post* evaluacije/provjere primjerenosti postojećeg zakonodavstva**

Nije primjenjivo.

- **Savjetovanja s dionicima**

Posljednjih godina Komisija kontinuirano evaluira pristup poduzeća, posebno MSP-ova, javnim tržištima. Pitanja o regulatornom opterećenju poduzeća u pristupu javnim tržištima postavljena su u okviru Foruma na visokoj razini o uniji tržišta kapitala, tehničke stručne skupine dionika i akcijskog plana o uniji tržišta kapitala iz 2020. Komisija je uzela u obzir i opsežna istraživanja na tu temu provedena u studiji društva Oxera<sup>28</sup>. Za prikupljanje relevantnih dokaza u studenome 2021. podnesen je poziv na očitovanje te je pokrenuto javno i ciljano savjetovanje o Aktu o uvrštenju. Savjetovanja su trajala 14 tjedana (od 19. studenoga 2021. do 25. veljače 2022.).

Komisija je u travnju 2022. organizirala i dva tehnička sastanka/radionice s dionicima iz tog sektora kako bi se dodatno definirale razmatrane opcije politike.

Nadalje, Komisija je 15. listopada 2021., 17. svibnja 2022. i 30. svibnja 2022. predstavila ciljeve Prijedloga stručnoj skupini Europskog odbora za vrijednosne papire.

Ciljevi Prijedloga predstavljeni su i 17. svibnja 2022. na sastanku s koordinatorima Odbora za ekonomsku i monetarnu politiku (ECON) Europskog parlamenta.

Naposljetku, 12. rujna 2022. održan je sastanak sa Stručnom skupinom za pravo trgovačkih društava.

#### ***Javna i ciljana savjetovanja***

U javnim i ciljanim savjetovanjima ispitanici su istaknuli da se niz visokotehnoloških izdavatelja prvenstveno odlučuje uvrstiti u trećim zemljama, među ostalim zbog fleksibilnosti koju njihove jurisdikcije nude izdavateljima u pogledu dionica s više prava glasa (kao što su SAD ili Ujedinjena Kraljevina)<sup>29</sup>. Slično tome, neki su ispitanici<sup>30</sup> naglasili da je niz poduzeća

---

<sup>28</sup> Završno izvješće društva Oxera Consulting LPP: *Primary and secondary equity markets in EU* (Primarna i sekundarna tržišta vlasničkih instrumenata u EU-u, studeni 2020., <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>)

<sup>29</sup> To stajalište podržavaju investicijske banke, udruženja trgovaca vrijednosnim papirima, predstavnici ministarstava financija i udruge privatnog vlasničkog kapitala.

<sup>30</sup> Dva dionika iz Nizozemske.

iz EU-a nedavno prenijelo svoja zakonska sjedišta iz zemalja s ograničenim mogućnostima izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa (npr. Italija, Njemačka i Španjolska) u Nizozemsku, koja je usvojila fleksibilan pristup kojim se dopuštaju strukture dionica s višestrukim pravom glasa<sup>31</sup>. Naposljetku, 64 % ispitanika smatralo je da bi bilo korisno na temelju prava EU-a izdavateljima iz cijelog EU-a omogućiti da na mjestu trgovanja u EU-u uvrstavaju dionice s višestrukim pravom glasa.

Većina ispitanika u savjetovanju (83 %) <sup>32</sup> smatrala je da je upravo upotreba dionica s višestrukim pravom glasa, gdje je dopuštena, potaknula više poduzeća da traže uvrštenje na javna tržišta. Na pitanje o učinku dionica s višestrukim pravom glasa na privlačnost poduzeća za ulagatelje, većina ispitanika (uglavnom izdavatelji i burze) smatrala je da je učinak pozitivan ili neutralan<sup>33</sup>. Napomenuli su da dionice s višestrukim pravom glasa ne umanjuju zanimanje ulagatelja, pod uvjetom da postoje određene zaštitne mjere, te su istaknuli da je transparentnost ključna kako bi ulagatelji mogli donositi informirane odluke o ulaganju.

Ispitanici koji su smatrali da je učinak na privlačnost negativan (uključujući dva nacionalna tijela nadležna za tržišno natjecanje i neka udruženja ulagatelja) izrazili su zabrinutost zbog ukidanja načela „jedna dionica, jedan glas”. Jedan je ispitanik posebno napomenuo da strukture dionica s višestrukim pravom glasa mogu narušiti postojeće mehanizme odgovornosti u pravu o korporativnom upravljanju (npr. mogućnost dioničara da biraju direktore) i dovesti do učvršćivanja položaja uprave. Međutim, čak su i neki od ispitanika koji smatraju da je učinak na privlačnost blago negativan ili negativan napomenuli da su dionice s višestrukim pravom glasa korisne u određenim situacijama (posebno za brzorastuća, inovativna poduzeća koja vode osnivači i koja se žele uvrstiti). Napomenuli su da bi se predloženim promjenama trebala postići odgovarajuća ravnoteža, koja bi trebala odgovarajuće zaštititi upravljanje, kao što je ograničavanje odluka koje se mogu donijeti s dodatnim glasačkim pravima, omogućavanje poduzećima koja vode osnivači da prikupljaju sredstva na javnom tržištu i da zadrže svoju dugoročnu viziju poduzeća.

Ispitanici su naglasili da bi fleksibilnost struktura dionica s višestrukim pravom glasa trebalo osigurati na način da se zaštite standardi upravljanja (po mogućnosti klauzulama o vremenskom ograničenju valjanosti, odredbama o neprenosivosti, automatskim otkazivanjem/preoblikovanjem pri izlasku itd.).

### ***Preporuke stručne skupine***

Forum na visokoj razini o uniji tržišta kapitala preporučio je da bi poduzeća pri uvrštenju na javna tržišta trebala moći odabrati strukturu dionica s višestrukim pravom glasa. Stručna skupina napomenula je da bi takve strukture pomogle poduzećima da ih ne preuzmu veća poduzeća, potaknule bi vlasnike da održe rast i pospješile dugoročne izglede poduzeća, koja bi zadržala privlačnu mogućnost financiranja. Međutim, naglasili su da to treba uravnotežiti s činjenicom da te strukture sprečavaju druge dioničare u izvršavanju njihovih rukovoditeljskih i upravljačkih odgovornosti.

Tehnička stručna skupina dionika u potpunosti je podržala tu preporuku tvrdeći da bi izdavatelji trebali moći odlučiti hoće li uključiti klauzulu o vremenskom ograničenju valjanosti ili maksimalni ponderirani omjer glasova.

---

<sup>31</sup> Dosad se radi uvrštenja nekoliko poduzeća preselilo u Nizozemsku zbog privlačnosti sustava dionica s višestrukim pravom glasa. Međutim, nema dostupnih podataka koji bi to potkrijepili.

<sup>32</sup> Odnosno 34 od 41 ispitanika.

<sup>33</sup> 22 % (odnosno devet) ispitanika odgovorilo je da je učinak pozitivan ili blago pozitivan, 29 % (odnosno 12) ispitanika odgovorilo je da je učinak neutralan, dok je 36 % ispitanika (odnosno njih 15, uglavnom ulagatelja i nacionalnih tijela nadležnih za tržišno natjecanje) odgovorilo da je učinak negativan ili blago negativan.

## ***Sastanci dionika***

Komisija je organizirala dvije tehničke radionice za dionike koje nisu znatno pridonijele temi dionica s višestrukim pravom glasa. Neki dionici (burze) jasno su podržali usklađivanje na razini EU-a kako bi uvrštenje postalo privlačnije. Suprotno tome, drugi dionici (ulagatelji) smatrali su da takvo usklađivanje nije potrebno, ali su napomenuli da bi, u slučaju takvog pristupa, bilo važno uvesti odgovarajuće zaštitne mjere.

***Na sastancima sa stručnom skupinom Europskog odbora za vrijednosne papire*** Komisija je predstavila moguće daljnje korake u vezi s Aktom o uvrštenju u okviru projekta unije tržišta kapitala. Delegacije koje su sudjelovale u raspravi uglavnom su podržale Komisijin cilj da se poveća privlačnost javnih tržišta EU-a i istodobno zaštite ulagatelji i integritet tržišta. Točnije, 13 država članica na sastanku izjavilo je da je spremno razmotriti minimalno usklađivanje odredbi o dionicama s višestrukim pravom glasa u pravu EU-a.

## ***Sastanak s koordinatorima ECON-a u Europskom parlamentu***

Koordinatori zastupnika u Europskom parlamentu koji su sudjelovali u raspravi pozdravili su Komisijin prijedlog daljnjih koraka u vezi s Aktom o uvrštenju i potvrdili problem javnih tržišta EU-a. Naglasili su da Komisija treba naći pravu ravnotežu kako bi sva poduzeća, a posebno MSP-ovi, mogla pristupiti javnim tržištima financiranja, uz istodobnu odgovarajuću zaštitu ulagatelja.

## ***Sastanak sa Stručnom skupinom za pravo trgovačkih društava***

Održan je sastanak Stručne skupine za pravo trgovačkih društava s ciljem razmjene mišljenja o postojećim nacionalnim strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u nekim državama članicama. Nekoliko država članica dodatno je potkrijepilo svoje odgovore na pitanja iz Komisijine ankete (iz srpnja i kolovoza 2022.).

### **• Prikupljanje i primjena stručnog znanja**

Komisija je prikupila znatnu količinu podataka izravno od burzi vrijednosnih papira, izdavatelja i udruženja MSP-ova. Nadalje, tehnička stručna skupina dionika, koja je djelovala od listopada 2020. do svibnja 2021., dostavila je određene dokaze i tržišne podatke. Nadalje, Komisija je u studenome 2020. od društva Oxera naručila *studiju o primarnim i sekundarnim tržištima vlasničkih instrumenata u EU-u*, u kojoj je iznesen vrlo detaljan pregled tržišta<sup>34</sup>, potkrijepljen i podacima.

Komisija je prethodno naručila studiju o razmjernosti vlasništva i kontrole u poduzećima uvrštenima na burze u EU-u, koja je zaključena *Izvješćem o načelu razmjernosti u EU-u* (objavljenom 2007.)<sup>35</sup>. Zaključci tog izvješća nedavno su potvrđeni u drugoj studiji o zaštiti manjinskih dioničara, koju je zatražila Komisija, a objavljena je 2018.

<sup>34</sup> U studiji o primarnim i sekundarnim tržištima vlasničkih instrumenata u EU-u (*Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*) preporučeno je da regulatorna tijela ublaže ograničenja mehanizama za jačanje kontrole (kao što su dionice s višestrukim pravom glasa) kako bi se poduzeća potaknulo na uvrštenje, pri čemu se vlasnici ne bi morali odreći kontrole nad svojim poduzećima.

<sup>35</sup> U studiji o razmjernosti vlasništva i kontrole u državama članicama zaključeno je da nijedna jurisdikcija u EU-u u analiziranom uzorku nije primjenjivala samo načelo „jedna dionica, jedan glas”. Čak i države članice koje su u određenoj mjeri formalno usvojile načelo „jedna dionica, jedan glas” dopuštale su različite mehanizme za jačanje kontrole, kao što su gornje granice za glasačka prava ili povlaštene dionice bez prava glasa. Ti su zaključci zatim potvrđeni u studiji o zaštiti manjinskih dioničara iz 2018. Ta studija sadržava odjeljak o primjeni načela „jedna dionica, jedan glas” u državama članicama, u kojem je zaključeno da se u nacionalnim pravnim sustavima država članica to načelo ne smatra temeljnim.

Procjena učinka provedena je na temelju opsežnih kvalitativnih i kvantitativnih dokaza iz javnih i ciljanih savjetovanja o Aktu o uvrštenju – privlačnija javna tržišta kapitala za poduzeća iz EU-a i lakši pristup kapitalu za MSP-ove.

Drugi korišteni izvori uključivali su opsežnu akademsku literaturu i istraživanje, posebno ispitivanjem jurisdikcija koje su već uvele dionice s višestrukim pravom glasa ili koje su ih nedavno donesenim propisima dopustile. Razna udruženja iz predmetnog sektora dostavila su brojne dodatne podneske.

- **Procjena učinka**

Ovom je Prijedlogu priložena procjena učinka koja je 10. lipnja 2022. dostavljena Odboru za nadzor regulative, koji ju je odobrio 8. srpnja 2022., uz određene zadržke.

Odbor je zatražio izmjenu nacрта procjene učinka kako bi se pojasnilo sljedeće: i. oblikovanje i dosljednost inicijative Akta o uvrštenju s drugim povezanim inicijativama o tržištima kapitala; ii. rizici i ograničenja analize te utvrđivanje neželjenih posljedica i iii. različita stajališta raznih kategorija dionika o definiciji problema, opcijama i njihovu učinku. Opaske Odbora uzete su u obzir i unesene u konačnu verziju procjene učinka.

U procjeni učinka analizirano je nekoliko opcija politike za povećanje privlačnosti uvrštenja na tržišta kapitala u EU-u putem pojednostavnjenih, jasnih i fleksibilnijih regulatornih obveza radi smanjenja troškova prikupljanja kapitala na javnim tržištima za poduzeća svih veličina.

U procjeni učinka opisana su tri čimbenika koji objašnjavaju probleme u tri faze ciklusa uvrštenja: faza prije inicijalne javne ponude, sam postupak inicijalne javne ponude i faza nakon inicijalne javne ponude. Utvrđeno je da je za predloženu direktivu važan čimbenik to da poduzeća iz EU-a pri uvrštenju imaju nejednake mogućnosti u smislu upravljačke strukture zbog različitih nacionalnih pravila o dionicama s višestrukim pravom glasa.

Samim regulatornim izmjenama koje su utvrđene u opcijama nisu se mogli riješiti svi izazovi s kojima se nose javna tržišta u EU-u. Međutim, zajedno s drugim mjerama koje se smatraju dijelom šireg plana za poboljšanje pristupa poduzeća javnim tržištima kapitala, izmjenama se nastoji pridonijeti preokretanju trenutnog negativnog trenda na javnim tržištima u EU-u. Bez tih regulatornih poboljšanja javna tržišta u EU-u i dalje bi se oslanjala na neoptimalni regulatorni okvir za uvrštenje te bi bila manje privlačna. To bi dovelo do gospodarskog troška za izdavatelje u EU-u, ulagatelje i gospodarstvo EU-a u cjelini. Osnovni scenarij stoga ne uključuje izmjene zakonodavnog okvira kojim se uređuju pravila za poduzeća koja se žele uvrstiti ili su to već učinila.

Najpoželjnijom opcijom politike za fazu prije inicijalne javne ponude predviđa se minimalno usklađivanje nacionalnih propisa kojima se uređuju strukture dionica s višestrukim pravom glasa, a državama članicama ostavlja se sloboda odlučivanja o tome kako to učiniti. U toj opciji države članice koje trenutačno zabranjuju strukture dionica s višestrukim pravom glasa morale bi izmijeniti svoje propise kako bi se dopustile takve upravljačke strukture. Tom se opcijom ne bi nametnula dodatna dalekosežna ograničenja državama članicama koje trenutačno imaju fleksibilan režim koji dobro funkcionira.

Ta bi opcija bila učinkovita u poticanju poduzeća (s poslovnim nastanom u državama članicama koje trenutačno zabranjuju strukture dionica s višestrukim pravom glasa) na uvrštenje. Njome bi se poduzećima dopustilo da u svim državama članicama trguju putem struktura dionica s višestrukim pravom glasa, a osnivačima i vlasnicima poduzeća da zadrže više kontrole, koja se uvrštenjem obično gubi. Time bi se otvorile nove mogućnosti financiranja poduzećima koja inače ne bi razmatrala uvrštenje. Time bi znatne uštede ostvarila i poduzeća koja se trenutačno trebaju uvrstiti u inozemstvu da bi ostvarila koristi od fleksibilnosti. Nadalje, dionice s višestrukim pravom glasa pomogle bi osnivačima (nakon

uvrštenja) da izbjegnu kratkoročne tržišne pritiske i da se usredotoče na svoju dugoročnu viziju poduzeća.

U okviru najpoželjnije opcije države članice bile bi fleksibilne u utvrđivanju zaštitnih mjera i uvjeta za dionice s višestrukim pravom glasa. Međutim, države članice trebale bi osigurati usklađenost s nekoliko načela na visokoj razini i minimalnih zaštitnih mjera utvrđenih na razini EU-a. To uključuje odgovarajuću ravnotežu između interesa osnivača i zaštite manjinskih ulagatelja, kao i zaštite interesa poduzeća. Budući da bi države članice pri uvođenju tih struktura dionica u svoje nacionalne sustave trebale uzeti u obzir interese ulagatelja i interese poduzeća, tom bi se opcijom osigurala zaštita ulagatelja. Osim toga, zaštitne mjere i uvjeti bili bi prilagođeni posebnim obilježjima lokalnih tržišta, a tržišta na kojima već postoje strukture dionica s višestrukim pravom glasa zadržala bi svoju fleksibilnost.

Drugom se opcijom (koja nije najpoželjnija) predviđa maksimalno usklađivanje dionica s višestrukim pravom glasa uvođenjem detaljnog skupa pravila, među ostalim o zaštitnim mjerama za manjinske ulagatelje i poduzeća, kao što su klauzule o ograničavanju glasačke snage, klauzule o vremenskom ograničenju valjanosti, klauzule o ograničenju broja glasova koji daje jedna dionica, kojima se nastoji manjinske ulagatelje i poduzeća zaštititi od neprimjerenog učinka tih struktura dionica. Osim toga, u okviru te opcije u pravu Unije moglo bi se propisati i tko može držati dionice s višestrukim pravom glasa, u kojim se odlukama uzimaju u obzir dodatna glasačka prava, mogu li se prenijeti na treću osobu i pod kojim uvjetima. Ta bi opcija bila prilično preskriptivna jer bi sve države članice bile obvezne provoditi isti nefleksibilan okvir, uključujući iste zaštitne mjere koje državama članicama koje već imaju uspostavljen sustav koji dobro funkcionira ne bi dopustile fleksibilnost.

Stoga bi najpoželjnija opcija bila i djelotvorna i troškovno učinkovitija za dionike, a posebno za izdavatelje. Države članice koje već imaju uspostavljene sustave za dionice s višestrukim pravom glasa ne bi morale mijenjati svoja pravila, a poduzeća u tim državama članicama ne bi se morala prilagođavati novom sustavu i snositi dodatne troškove. Mnogo preskriptivnija alternativna opcija (koja nije najpoželjnija) vjerojatno bi dovela do mnogo viših troškova (prilagodbe) za države članice i izdavatelje u EU-u. Iako bi se opći interesi ulagatelja i interesi poduzeća na razini EU-a mogli bolje zaštititi alternativnom opcijom, ona bi mogla biti neprikladna za države članice u kojima se čini da postojeći (fleksibilni) sustavi dionica s višestrukim pravom glasa ne utječu negativno na ulagatelje.

Očekuje se da će Prijedlog imati izravan gospodarski učinak tako što će poduzećima iz EU-a omogućiti bolji pristup alternativnim izvorima financiranja. Vjerojatno će dodatno potaknuti izdavatelje na uvrštenje na javnim tržištima u državama članicama, gdje te strukture nisu bile dopuštene. Zajedno s drugim mjerama poboljšanja može dovesti do porasta broja javnih izdanja u EU-u i time općenito pridonijeti rastu tržišta kapitala u EU-u.

Kad je riječ o utjecaju na okoliš, uključujući načelo nenanošenja bitne štete i provjeru usklađenosti s klimatskom politikom, očekuje se da će ovaj Prijedlog imati neizravan pozitivan učinak na okoliš jer se poduzeća koja primaju financijska sredstva s javnih tržišta mogu uključiti u razvoj i inovacije novih tehnologija prihvatljivih za okoliš. Nadalje, uvođenjem posebnih zaštitnih mjera trebalo bi što više ograničiti učinak koji bi na poduzeće imale odluke koje mogu negativno utjecati na ljudska prava, klimu i okoliš. Ovaj Prijedlog pogoduje i razvoju otvorenijih i konkurentnijih tržišta kapitala, a posebno je koristan brže rastućim poduzećima u inovativnim i istraživačkim sektorima koji obično imaju veće potrebe za kapitalom. Bolji pristup financiranju tim će poduzećima omogućiti brži rast i bržu raspodjelu više financijskih sredstava programima istraživanja i razvoja koji mogu pridonijeti ciljevima europskog zelenog plana.

Prijedlog može imati neizravan pozitivan socijalni učinak ako se najpoželjnijom opcijom ostvari cilj da se poduzećima olakša pristup javnim tržištima, koja bi sada mogla imati korist od raznolikijih i većih izvora financiranja te se uključiti u socijalne inovacije i zaposliti veći broj ljudi. Budući da je inicijativa posebno usmjerena na MSP-ove, a neke mjere su im i izravno namijenjene, (neizravan) učinak na zapošljavanje vjerojatno će biti posebno izražen. MSP-ovi u EU-u danas zapošljavaju oko 100 milijuna ljudi, ostvaruju više od polovine BDP-a EU-a i imaju ključnu ulogu u dodavanju vrijednosti u svakom gospodarskom sektoru<sup>36</sup>. Važno je napomenuti i da oni čine 99,8 % poduzeća u EU-u<sup>37</sup>. Ako im se omogući prilagođeniji i širi pristup financiranju, ta će poduzeća sada moći brže rasti, što će pozitivno utjecati na zapošljavanje u EU-u. Stoga se očekuje da će mjere, kao dio šireg paketa za olakšavanje pristupa MSP-ova financiranju na tržištima kapitala, pozitivno utjecati na tržište rada EU-a i povećati gospodarsku koheziju.

Ovaj će Prijedlog vjerojatno imati neizravan pozitivan učinak na digitalizaciju jer će osigurati šire i raznovrsnije izvore financiranja za projekte i poduzeća kojima je potreban kapital, uključujući one usmjerene na digitalizaciju i inovacije.

U procjeni učinka zaključeno je da će predloženi „paket” mjera pridonijeti općem cilju unije tržišta kapitala da se poduzećima olakša pristup tržištima kapitala. Ovim će se paketom mjera pomoći poduzećima uvrštenima na mjestima trgovanja u EU-u, i to smanjenjem administrativnog opterećenja i poboljšanjem njihove likvidnosti. Međutim, u procjeni učinka naglašeno je i da same regulatorne mjere uključene u ovu inicijativu ne bi nužno dovele do povećanog broja uvrštenja u EU-u jer to ovisi o brojnim čimbenicima.

- **Primjerenost i pojednostavnjenje propisa**

Nisu utvrđeni učinci administrativnih troškova povezani s pristupom „jedan za jedan”, iako se očekuje da će ovom inicijativom nastati određeni troškovi prilagodbe. Poduzeća bi mogla snositi minimalne izravne troškove prilagodbe kako bi se osiguralo da je uvrštenje strukturirano u skladu s novim pravilima i osobito u skladu s uvedenim mjerama za zaštitu ulagatelja.

- **Temeljna prava**

Ovim se Prijedlogom poštuju temeljna prava i slobode utvrđeni u Povelji Europske unije o temeljnim pravima. Za ovu inicijativu važno je slobodno kretanje osoba i usluga te sloboda poslovnog nastana, što su temeljna prava i slobode zaštićeni Ugovorom o Europskoj uniji i Ugovorom o funkcioniranju Europske unije.

Prijedlog utječe na pravo na privatnost i zaštitu osobnih podataka određenih dioničara i osoba koje ostvaruju glasačka prava u poduzeću, kao i imatelja vrijednosnih papira s posebnim pravima kontrole. Odredba kojom se propisuje objavljivanje identiteta tih dioničara i osoba ima za cilj ojačati povjerenje ulagatelja i olakšati informirano donošenje odluka o ulaganju te poboljšati zaštitu ulagatelja i učinkovitost tržišta. Budući da ulagatelj može biti svaki građanin, te bi informacije trebale biti javno dostupne. Odredba ne prelazi ono što je potrebno za zaštitu interesa ulagatelja, kako bi mogli donositi informirane odluke i za stjecanje povjerenja ulagatelja. Nadalje, Prijedlogom se nalaže da se objavljuju samo osobni podaci dioničara i osoba koje imaju znatne ovlasti za donošenje odluka ili na drugi način mogu izvršavati prava kontrole u poduzeću. Bez tih podataka ulagatelji ne bi mogli donijeti potpuno informirane odluke o ulaganju.

<sup>36</sup> Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija COM(2020) 103 final – Strategija za MSP-ove i održivu i digitalnu Europu, str 1.

<sup>37</sup> Eurostat, Ključni podaci za 2018. (europa.eu).

#### **4. UTJECAJ NA PRORAČUN**

Ne očekuje se da će inicijativa imati primjetan učinak na proračun EU-a.

#### **5. DRUGI ELEMENTI**

- **Planovi provedbe i mehanizmi praćenja, evaluacije i izvješćivanja**

Predviđena je evaluacija pet godina nakon provedbe mjere i u skladu sa Smjernicama Komisije za bolju regulativu. Cilj evaluacije bit će procijeniti, među ostalim, djelotvornost i učinkovitost Direktive u ostvarivanju ciljeva politike i odlučiti jesu li potrebne nove mjere ili izmjene. Države članice Komisiji dostavljaju sve potrebne informacije za izradu te evaluacije.

- **Detaljno obrazloženje posebnih odredaba prijedloga**

U članku 1. utvrđuje se predmet. U članku 1. konkretno se navodi da se ova Direktiva odnosi samo na uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja prvi put traže uvrštenje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica.

U članku 2. utvrđuju se definicije pojmova koji se upotrebljavaju u ovoj Direktivi, uključujući pojmove „poduzeće”, „strukture dionica s višestrukim pravom glasa”, „dionice s višestrukim pravom glasa” i „rastuće tržište MSP-ova”.

U članku 3. pojašnjava se da se ovom Direktivom uvodi minimalno usklađivanje i da države članice mogu donijeti ili zadržati nacionalne odredbe kojima se poduzećima omogućuje uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa u slučajevima koji nisu obuhvaćeni ovom Direktivom.

U članku 4. utvrđuje se načelo prema kojem države članice moraju osigurati da poduzeća mogu uvesti strukture dionica s višestrukim pravom glasa kada prvi put traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova. U članku 4. propisuje se i da države članice poduzećima daju fleksibilnost u uvođenju struktura dionica s višestrukim pravom glasa prije nego što zatraže uvrštenje dionica za trgovanje. U tim slučajevima države članice mogu odrediti da se veća glasačka prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa mogu koristiti tek nakon uvrštenja za trgovanje.

U članku 5. utvrđuje se obveza država članica da uvođenjem odgovarajućih zaštitnih mjera osiguraju pravedno i jednako postupanje prema dioničarima te odgovarajuću zaštitu interesa poduzeća i dioničara koji nemaju dionice s višestrukim pravom glasa. U članku 5. u tu se svrhu predviđa minimalna razina usklađenosti za zaštitne mjere jer se državama članicama nalaže da uključe određene zaštitne mjere navedene u članku. U članku 5. navode se i dodatne zaštitne mjere koje države članice u tu svrhu mogu razmotriti.

U članku 6. utvrđuju se zahtjevi za objavljivanje za poduzeća koja su uvela strukture dionica s višestrukim pravom glasa, koji se primjenjuju u trenutku uvrštenja dionica poduzeća za trgovanje, a zatim jednom godišnje. Objavljuju se informacije o strukturi dioničkog kapitala poduzeća, obilježjima dionica s višestrukim pravom glasa te postojanju drugih mehanizama za jačanje kontrole u poduzeću.

Članak 7. sadržava odredbu o preispitivanju ove Direktive.

Članak 8. sadržava odredbe o prenošenju Direktive.

Članak 9. uključuje datum stupanja ove Direktive na snagu.

U članku 10. navode se adresati Direktive.

## Prijedlog

**DIREKTIVE EUROPSKOG PARLAMENTA I VIJEĆA****o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova**

(Tekst značajan za EGP)

EUROPSKI PARLAMENT I VIJEĆE EUROPSKE UNIJE,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije, a posebno njegov članak 50. stavak 1., članak 50. stavak 2. točku (g) i članak 114.,

uzimajući u obzir prijedlog Europske komisije,

nakon prosljeđivanja nacрта zakonodavnog akta nacionalnim parlamentima,

uzimajući u obzir mišljenje Europskoga gospodarskog i socijalnog odbora<sup>38</sup>,

u skladu s redovnim zakonodavnim postupkom,

budući da:

- (1) Kako bi se povećala privlačnost rastućih tržišta MSP-ova i smanjile nejednakosti među poduzećima koja traže uvrštenje za trgovanje na jedinstvenom tržištu, potrebno je ukloniti ograničenja pristupa takvim tržištima koja proizlaze iz regulatornih prepreka. Poduzeća bi trebala moći odabrati upravljačke strukture koje najbolje odgovaraju njihovoj fazi razvoja, među ostalim tako da se dioničarima tih poduzeća s kontrolnim udjelom omogući da zadrže kontrolu nad poslovanjem nakon što poduzeće pristupi rastućim tržištima MSP-ova i istodobno ostvare koristi od trgovanja na tim tržištima, sve dok su prava manjinskih dioničara zaštićena.
- (2) Strah od gubitka kontrole nad poduzećem jedan je od glavnih razloga koji odvrćaju dioničare s kontrolnim udjelom od uvrštenja svojeg poduzeća na rastuća tržišta MSP-ova. Uvrštenje za trgovanje obično podrazumijeva razrjeđivanje vlasničke pozicije dioničara s kontrolnim udjelom, čime se smanjuje njihov utjecaj na važna ulaganja i poslovne odluke u poduzeću. Zadržavanje kontrole nad poduzećem može biti posebno važno za *start-up* poduzeća i poduzeća s dugoročnim projektima koja snose znatne početne troškove jer žele ostvariti svoju viziju bez prevelikog izlaganja tržišnim fluktuacijama.
- (3) Strukture dionica s višestrukim pravom glasa učinkovit su mehanizam koji dioničarima s kontrolnim udjelom omogućuje da zadrže moć odlučivanja u poduzeću i istodobno prikupljaju sredstva od javnosti. Strukture dionica s višestrukim pravom glasa oblik su mehanizma za jačanje kontrole koji uključuje najmanje dva različita razreda dionica s različitim brojem glasačkih prava. U tim strukturama barem jedan razred dionica ima manju glasačku vrijednost od drugog razreda (ili drugih razreda)

<sup>38</sup>

SL C [...], [...], str. [...]

dionica s pravom glasa. Dionica koja nosi veći broj glasova jest dionica s višestrukim pravom glasa.

- (4) Osim struktura dionica s višestrukim pravom glasa, postoje i drugi mehanizmi za jačanje kontrole koji omogućuju korištenje glasačke snage. Ti mehanizmi mogu uključivati dionice bez prava glasa, povlaštene dionice bez prava glasa i gornje granice za glasačka prava. Međutim, ti su alternativni mehanizmi za jačanje kontrole rigidniji pa mogu ograničiti iznos kapitala koji poduzeće može prikupiti u trenutku uvrštenja za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova zbog veće povezanosti između gospodarskih i glasačkih prava.
- (5) Dionice vjernosti, kao što su dionice s višestrukim pravom glasa, dioničaru daju veća glasačka prava. Dioničar može na temelju dionica vjernosti steći dodatna glasačka prava ako dionice drži određeno vrijeme i ispunjava određene uvjete. Dionice vjernosti su mehanizmi jačanja kontrole osmišljeni da se potakne stabilnija i dugoročnija dioničarska struktura, a ne radi povećanja atraktivnosti prikupljanja sredstava od javnosti. Stoga dionice vjernosti nije primjereno uključiti u područje primjene ove Direktive.
- (6) Nacionalne odredbe država članica o dionicama s višestrukim pravom glasa znatno se razlikuju. Neke države članice dopuštaju strukture dionica s višestrukim pravom glasa, dok ih druge zabranjuju. U nekim je državama članicama zabrana dionica s višestrukim pravom glasa ograničena na javna poduzeća, dok se u drugima primjenjuje na sva poduzeća. Razlike u nacionalnim sustavima stvaraju prepreke slobodnom kretanju kapitala na unutarnjem tržištu. Nadalje, regulatorna fragmentacija stvara nejednake uvjete za poduzeća u različitim državama članicama. Poduzeća u državi članici koja zabranjuje strukture dionica s višestrukim pravom glasa moraju se preseliti u drugu državu članicu ili čak izvan Unije ako žele uvrstiti za trgovanje dionice s višestrukim pravom glasa te stoga snose veće troškove. U nekim slučajevima, poduzeća zbog tih viših troškova mogu odlučiti da neće prikupljati sredstva od javnosti, što može ograničiti njihove mogućnosti financiranja. Takva su razmatranja posebno važna za MSP-ove i *start-up* poduzeća koji nemaju financijskih sredstava za pokrivanje tih troškova.
- (7) Države članice trebale bi poduzećima omogućiti uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa kako bi se mogla uvrstiti za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova a da se njihovi dioničari s kontrolnim udjelom ne moraju odreći kontrole. Dok je uvrštenje za trgovanje na uređenim tržištima prikladnije za veća i razvijenija poduzeća, rastuća tržišta MSP-ova općenito su prikladnija za MSP-ove. Rastuća tržišta MSP-ova izvorno su osmišljena kao mjesta trgovanja namijenjena MSP-ovima u čijem se regulatornom tretmanu uzimaju u obzir posebnosti MSP-ova. Međutim, uz MSP-ove postoje i druga poduzeća koja svoje vrijednosne papire uvrštavaju na rastuća tržišta MSP-ova. Direktivom 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća<sup>39</sup> propisano je da MSP-ovi čine najmanje 50 % izdavatelja financijskih instrumenata uvrštenih za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova. Poduzeća koja nisu MSP-ovi općenito imaju više likvidnih vrijednosnih papira i stoga njihovo uvrštenje na rastuća tržišta MSP-ova omogućuje tim tržištima da postignu više naknade za trgovanje kako bi očuvali profitabilnost svojeg poslovnog modela. Međutim, kako bi se ulagateljima osigurale jasne informacije, svi izdavatelji na rastućim tržištima MSP-ova, neovisno o njihovoj veličini, trenutačno podliježu istim pravilima. Stoga je primjereno svim poduzećima

---

<sup>39</sup> Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

koja žele uvrstiti svoje dionice na rastućem tržištu MSP-ova omogućiti pristup strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.

- (8) Države članice trebale bi moći donijeti ili zadržati na snazi nacionalne odredbe kojima se poduzećima omogućuje da te strukture uvedu i za druge potrebe, a ne samo u svrhu prvog uvrštenja dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova. To znači da poduzećima treba omogućiti uvođenje dionica s višestrukim pravom glasa kad su već uvrštene za trgovanje, kad traže uvrštenje na multilateralnu trgovinsku platformu koja nije registrirana kao rastuće tržište MSP-ova ili na uređeno tržište odnosno da privatnim poduzećima treba omogućiti uvođenje dionica s višestrukim pravom glasa neovisno o tome namjeravaju li zatražiti uvrštenje svojih dionica za trgovanje. To može uključivati i slučajeve u kojima poduzeća prelaze s rastućeg tržišta MSP-ova na uređeno tržište, zadržavajući pritom dionice s višestrukim pravom glasa.
- (9) Poduzeća mogu uvesti strukture dionica s višestrukim pravom glasa novim izdanjem dionica ili drugom vrstom korporativne transakcije, kao što je konverzija već izdanih dionica. Trebala bi imati fleksibilnost u odabiru najprikladnije vrste korporativne transakcije za uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa u skladu s nacionalnim pravom. Nadalje, kad prvi put traže uvrštenje dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, poduzeća bi trebala imati fleksibilnost i u odlučivanju o trenutku uvođenja struktura dionica s višestrukim pravom glasa. Države članice ne bi trebale sprečavati poduzeća da uvide strukture dionica s višestrukim pravom glasa prije uvrštenja dionica za trgovanje. Međutim, državama članicama bi trebalo dopustiti da propišu da je ostvarivanje većih glasačkih prava, koja su u usporedbi s glasačkim pravima koja nose dionice drugih razreda dodatna glasačka prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa, uvjetovano uvrštenjem dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica. U tom slučaju dionice s višestrukim pravom glasa trebale bi do uvrštenja za trgovanje nositi jednaka prava glasa kao i drugi razredi dionica poduzeća. Time bi se postiglo da se dionicama s višestrukim pravom glasa osobito promiče prvo uvrštenje za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova.
- (10) Zbog smanjene glasačke snage dioničara koji u odnosu na svoja ulaganja ne drže kontrolni udio u poduzeću, strukture dionica s višestrukim pravom glasa mogu dioničarima s kontrolnim udjelom u tom poduzeću omogućiti trajnu kontrolu i time dovesti do učvršćivanja njihova položaja. To bi moglo povećati rizik da dioničari s kontrolnim udjelom od te kontrole ostvaruju privatnu korist. Kako bi se uklonili ti rizici, na uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa trebalo bi primijeniti zaštitne mjere za manjinske dioničare.
- (11) Države članice koje dopuštaju dionice s višestrukim pravom glasa propisuju mjere za zaštitu manjinskih dioničara i interesa poduzeća. Međutim, postojeće zaštitne mjere razlikuju se među državama članicama zbog njihovih posebnosti i različitih sustava prava trgovačkih društava. Uzimajući u obzir ciljeve unutarnjeg tržišta, kako su posebno utvrđeni u članku 50. stavku 2. točki (g) Ugovora o funkcioniranju Europske unije, države članice trebale bi u svojem nacionalnom pravu utvrditi koordiniran pristup strukturama dionica s višestrukim pravom glasa uzimajući u obzir zaštitu interesa manjinskih dioničara i poduzeća. To uključuje zaštitu od odluka kojima nastaju rizici ili štetne posljedice za ljudska prava, klimatske promjene i okoliš. Prema tom koordiniranom pristupu sve države članice trebale bi osigurati da se svaka odluka o uvođenju strukture dionica s višestrukim pravom glasa ili o izmjeni te strukture ako utječe na glasačka prava donosi kvalificiranom većinom na glavnoj skupštini dioničara. Nadalje, države članice trebale bi ograničiti glasačku snagu dionica s

višestrukim pravom glasa uvođenjem ograničenja pri oblikovanju strukture dionica s višestrukim pravom glasa ili pri ostvarivanju glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim glasom prava pri donošenju određenih odluka. Ostvarivanje glasačkih prava može se ograničiti zahtjevom da odobrenje kvalificiranom većinom podrazumijeva kvalificiranu većinu glasova na glavnoj skupštini dioničara i dioničkog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini dioničara.

- (12) Državama članicama trebalo bi dati diskrecijsko pravo da po potrebi uvedu dodatne zaštitne mjere kako bi se odgovarajuće zaštitili interesi manjinskih dioničara i interesi poduzeća. Države članice trebale bi primjerenost dodatnih zaštitnih mjera procijeniti s obzirom na njihovu učinkovitost u zaštiti interesa manjinskih dioničara i poduzeća te istodobno osigurati da se takvim zaštitnim mjerama ne poništava svrha strukture dionica s višestrukim pravom glasa, tj. mogućnost dioničara koji u poduzeću drže kontrolni udio da utječu na važne odluke, uključujući imenovanje direktora.
- (13) Objavljivanjem točnih, sveobuhvatnih i pravodobnih informacija o izdavateljima jača se povjerenje ulagatelja i omogućuje donošenje informiranih odluka o ulaganju, čime se povećava i zaštita ulagatelja i učinkovitost tržišta. Države članice stoga bi trebale propisati da poduzeća sa strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u trenutku uvrštenja za trgovanje i periodično u godišnjem financijskom izvještaju objavljuju detaljne informacije o svojoj strukturi dionica i sustavu korporativnog upravljanja. U tim bi informacijama trebalo navesti postoje li ograničenja držanja vrijednosnih papira, kao i treba li svaki prijenos vrijednosnih papira odobriti poduzeće ili drugi imatelji vrijednosnih papira. Trebalo bi navesti postoje li ograničenja glasačkih prava, kao što su ograničenja glasačkih prava određenog broja imatelja ili broja glasova, rokovi za ostvarivanje glasačkih prava ili sustavi kojima su financijska prava koja nose vrijednosni papiri odvojena od njihova držanja. Nadalje, ta bi poduzeća trebala objaviti identitet imatelja dionica s višestrukim pravom glasa, fizičkih osoba koje imaju pravo ostvarivati glasačka prava u njihovo ime i osoba koje imaju posebna prava kontrole kako bi se ulagateljima, kao građanima, osigurala transparentne informacije o krajnjim vlasnicima i stvarnom utjecaju na poduzeće. Time bi se ulagateljima omogućilo donošenje informiranih odluka i ojačalo njihovo povjerenje u tržišta kapitala koja pravilno funkcioniraju.
- (14) Budući da ciljeve ove Direktive, odnosno povećanje mogućnosti financiranja za poduzeća i povećanje privlačnosti rastućih tržišta MSP-ova, ne mogu dostatno i pravodobno ostvariti države članice, nego se zbog njezina opsega ili učinaka mjera oni na učinkovitiji i brži način mogu ostvariti na razini Unije, Unija može donijeti mjere u skladu s načelom supsidijarnosti utvrđenim u članku 5. Ugovora o Europskoj uniji. U skladu s načelom proporcionalnosti utvrđenim u tom članku, ova Direktiva ne prelazi ono što je potrebno za ostvarivanje tih ciljeva.
- (15) Kako bi se uzela u obzir kretanja na tržištu i u drugim područjima prava Unije ili iskustva država članica u provedbi ove Direktive, Komisija bi trebala preispitati ovu Direktivu pet godina nakon datuma njezina prenošenja.
- (16) U skladu sa Zajedničkom političkom izjavom država članica i Komisije od 28. rujna 2011. o dokumentima s objašnjenjima<sup>40</sup>, države članice obvezale su se da će u opravdanim slučajevima uz obavijest o svojim mjerama za prenošenje priložiti jedan ili više dokumenata u kojima se objašnjava veza između sastavnih dijelova direktive i odgovarajućih dijelova nacionalnih instrumenata za prenošenje. Kad je riječ o ovoj Direktivi, zakonodavac smatra da je dostavljanje takvih dokumenata opravdano.

<sup>40</sup>

SL C 369, 17.12.2011., str. 14.

- (17) Provedeno je savjetovanje s Europskim nadzornikom za zaštitu podataka u skladu s člankom 42. stavkom 1. Uredbe (EU) 2018/1725 Europskog parlamenta i Vijeća<sup>41</sup>, koji je svoje mišljenje dao [XX XX 2022./2023.]<sup>42</sup>

DONIJELI SU OVU DIREKTIVU:

### *Članak 1.*

#### **Predmet**

Ovom se Direktivom utvrđuju zajednička pravila o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica i čije dionice nisu još uvrštene za trgovanje ni na jednom mjestu trgovanja.

### *Članak 2.*

#### **Definicije**

Za potrebe ove Direktive, primjenjuju se sljedeće definicije:

- (a) „poduzeće” znači pravni subjekt osnovan kao jedna od vrsta trgovačkih društava navedenih u Prilogu I. Direktivi (EU) 2017/1132;
- (b) „dionice s višestrukim pravom glasa” znači dionice koje pripadaju zasebnom i odvojenom razredu te nose veća glasačka prava od nekog drugog razreda dionica s glasačkim pravima u pitanjima o kojima se odlučuje na glavnoj skupštini dioničara;
- (c) „struktura dionica s višestrukim pravom glasa” znači dionička struktura poduzeća s najmanje jednim razredom dionica s višestrukim pravom glasa;
- (d) „mjesto trgovanja” znači mjesto trgovanja kako je definirano u članku 4. stavku 1. točki 24. Direktive 2014/65/EU;
- (e) „rastuće tržište MSP-ova” znači rastuće tržište MSP-ova kako je definirano u članku 4. stavku 1. točki 12. Direktive 2014/65/EU;
- (f) „ponderirani omjer glasova” znači omjer glasova koje nose dionice s višestrukim pravom glasa i glasova koje nose dionice s najmanje glasačkih prava.

### *Članak 3.*

#### **Uvođenje ili zadržavanje nacionalnih odredbi o dionicama s višestrukim pravom glasa**

Države članice mogu donijeti ili zadržati na snazi nacionalne odredbe kojima se poduzećima omogućuje uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa u slučajevima koji nisu obuhvaćeni ovom Direktivom.

---

<sup>41</sup> Uredba (EU) 2018/1725 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2018. o zaštiti pojedinaca u vezi s obradom osobnih podataka u institucijama, tijelima, uredima i agencijama Unije i o slobodnom kretanju takvih podataka te o stavljanju izvan snage Uredbe (EZ) br. 45/2001 i Odluke br. 1247/2002/EZ (SL L 295, 21.11.2018., str. 39.–98.).

<sup>42</sup> [Ured za publikacije: Unijeti bilješku kad bude dostupna].

#### *Članak 4.*

##### **Uvođenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa**

1. Države članice dužne su osigurati da poduzeća koja nemaju dionice uvrštene za trgovanje na mjestu trgovanja imaju pravo uvesti strukture dionica s višestrukim pravom glasa za uvrštenje dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica. Države članice ne sprečavaju uvrštenje dionica poduzeća za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova jer je poduzeće uvelo strukturu dionica s višestrukim pravom glasa.
2. Pravo iz stavka 1. obuhvaća pravo uvođenja strukture dionica s višestrukim pravom glasa prije uvrštenja dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova.
3. Države članice mogu ostvarivanje većih glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa uvjetovati uvrštenjem dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica.

#### *Članak 5.*

##### **Zaštitne mjere za pravedno i jednako postupanje prema dioničarima poduzeća**

1. Države članice dužne su odgovarajućim zaštitnim mjerama osigurati pravedno i jednako postupanje prema dioničarima, kao i odgovarajuću zaštitu interesa dioničara koji ne drže dionice s višestrukim pravom glasa i poduzeća. U tu svrhu države članice dužne su:
  - (a) osigurati da se odluka poduzeća o uvođenju strukture dionica s višestrukim pravom glasa i svaka naknadna odluka o izmjeni strukture dionica s višestrukim pravom glasa koja utječe na glasačka prava donosi na glavnoj skupštini dioničara tog poduzeća i da se odobrava kvalificiranom većinom glasova kako je utvrđeno u nacionalnom pravu.

Za potrebe ove točke, ako postoji više razreda dionica, o takvim se odlukama glasuje zasebno za svaki razred dioničara na čija se prava utječe;
  - (b) ograničiti glasačku snagu dionica s višestrukim pravom glasa pri ostvarivanju prava drugih dioničara, posebno na glavnoj skupštini, uvođenjem jednog od sljedećeg:
    - i. maksimalni ponderirani omjer glasova i zahtjev o maksimalnom postotku izdanih dionica koje nisu u vlasništvu poduzeća, a koji može činiti ukupni iznos dionica s višestrukim pravom glasa;
    - ii. ograničenje za ostvarivanje većih glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa pri glasovanju o pitanjima o kojima se odlučuje na glavnoj skupštini dioničara i za koje je potrebno odobrenje kvalificiranom većinom glasova.
2. Države članice mogu propisati dodatne zaštitne mjere za odgovarajuću zaštitu dioničara i interesa poduzeća. Te zaštitne mjere mogu posebno uključivati:
  - (a) odredbu kojom se sprečava prijenos većih glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa na treće osobe ili njihovo postojanje nakon smrti, gubitka radne sposobnosti ili umirovljenja izvornog imatelja dionica s višestrukim pravom glasa (klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti na temelju prijenosa);

- (b) odredbu kojom se sprečava postojanje većih glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa nakon određenog vremenskog razdoblja (klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti);
- (c) odredbu kojom se sprečava postojanje većih glasačkih prava koja nose dionice s višestrukim pravom glasa nakon određenog događaja (klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti na temelju određenog događaja);
- (d) zahtjev da se većim glasačkim pravima ne može blokirati donošenje odluka na glavnoj skupštini dioničara, čiji je cilj spriječiti, smanjiti ili ukloniti štetne posljedice za ljudska prava i okoliš povezane s poslovanjem poduzeća.

## *Članak 6.*

### **Transparentnost**

1. Države članice osiguravaju da poduzeća sa strukturama dionica s višestrukim pravom glasa čijim se dionicama trguje ili će se trgovati na rastućem tržištu MSP-ova javno objave u [dokumentu EU-a o izdanjima za rast iz članka 15.a] Uredbe (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća<sup>43</sup> ili u dokumentu o uvrštenju iz članka 33. stavka 3. točke (c) Direktive (EU) 2014/65/EU i u godišnjem financijskom izvještaju poduzeća iz članka 78. stavka 2. točke (g) Delegirane uredbe Komisije (EU) 2017/565<sup>44</sup> detaljne informacije o sljedećem:
  - (a) strukturi njihova kapitala, uključujući vrijednosne papire koji nisu uvršteni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u državi članici, uz naznaku različitih razreda dionica i, za svaki razred dionica, prava i obveze koje nosi te njihov postotak u ukupnom dioničkom kapitalu i ukupnim glasačkim pravima;
  - (b) svim ograničenjima prijenosa vrijednosnih papira, uključujući sve sporazume među dioničarima koji su poznati poduzeću, a koji bi mogli dovesti do ograničenja prijenosa vrijednosnih papira;
  - (c) identitetu imatelja svih vrijednosnih papira s posebnim kontrolnim pravima i opis tih prava;
  - (d) svim ograničenjima glasačkih prava, uključujući sve sporazume među dioničarima koji su poznati poduzeću, a koji bi mogli dovesti do ograničenja glasačkih prava;
  - (e) identitetu dioničara koji drže dionice s višestrukim pravom glasa i fizičkih ili pravnih osoba koje imaju pravo ostvarivati glasačka prava u ime tih dioničara, ako je primjenjivo.
2. Ako su imatelji dionica s višestrukim pravom glasa ili osobe koje imaju pravo ostvarivati glasačka prava u njihovo ime odnosno imatelji vrijednosnih papira s posebnim pravima kontrole fizičke osobe, objavljivanje njihova identiteta podrazumijeva samo objavljivanje njihovih imena.

<sup>43</sup> Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ (SL L 168, 30.6.2017., str. 12.).

<sup>44</sup> Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te Direktive (SL L 87, 31.3.2017., str. 1.).

## *Članak 7.*

### **Preispitivanje**

Komisija do [pet godina nakon stupanja na snagu] podnosi izvješće Europskom parlamentu i Vijeću o provedbi i učincima ove Direktive. U tu svrhu države članice do [četiri godine nakon stupanja na snagu] Komisiji dostavljaju osobito sljedeće informacije:

- (a) broj poduzeća uvrštenih za trgovanje dionicama s višestrukim pravom glasa;
- (b) sektor u kojem poduzeća iz točke (a) posluju i njihova tržišna kapitalizacija u trenutku izdavanja;
- (c) mjere za zaštitu ulagatelja koje primjenjuju poduzeća iz točke (a) u odnosu na strukture dionica s višestrukim pravom glasa.

## *Članak 8.*

### **Prenošenje**

1. Države članice stavljaju na snagu zakone i druge propise koji su potrebni radi usklađivanja s ovom Direktivom u roku od dvije godine od dana njezina stupanja na snagu. One o tome odmah obavješćuju Komisiju. Kada države članice donose te mjere, one sadržavaju upućivanje na ovu Direktivu ili se na nju upućuje prilikom njihove službene objave. Načine tog upućivanja određuju države članice.
2. Države članice Komisiji dostavljaju tekst glavnih odredaba nacionalnog prava koje donesu u području na koje se odnosi ova Direktiva.

## *Članak 9.*

### **Stupanje na snagu**

Ova Direktiva stupa na snagu dvadesetog dana od dana objave u *Službenom listu Europske unije*.

## *Članak 10.*

### **Adresati**

Ova je Direktiva upućena državama članicama.

Sastavljeno u Bruxellesu,

*Za Europski parlament*  
*Predsjednica*  
*[...]*

*Za Vijeće*  
*Predsjednik*  
*[...]*