



Az Európai Unió
Tanácsa

Brüsszel, 2022. december 16.
(OR. en)

16168/22

Intézményközi referenciaszám:
2022/0406(COD)

DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052

JAVASLAT

Küldi:	az Európai Bizottság főtitkára részéről Martine DEPREZ igazgató
Az átvétel dátuma:	2022. december 8.
Címzett:	Thérèse BLANCHET, az Európai Unió Tanácsának főtitkára
Biz. dok. sz.:	COM(2022) 761 final
Tárgy:	Javaslat – AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS IRÁNYELVE a részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon történő kereskedésre bevezetni kívánó vállalatok szavazatelsőbbbségi részvénytstruktúráiról

Mellékelten továbbítjuk a delegációknak a COM(2022) 761 final számú dokumentumot.

Melléklet: COM(2022) 761 final



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2022.12.7.
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Javaslat

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS IRÁNYELVE

**a részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon történő kereskedelemre bevezetni
kívánó vállalatok szavazatelsőbbbségi részvénytörvénystruktúráiról**

(EGT-vonatkozású szöveg)

INDOKOLÁS

1. A JAVASLAT HÁTTERE

• A javaslat indokai és céljai

Ez a javaslat az uniós vállalkozások számára a nyilvános tőkepiacok vonzerejét növelő, valamint a kis- és középvállalkozások (kkv-k) tőkéhez jutását megkönnyítő intézkedésekre irányuló jegyzési jogszabálysomag része. Összhangban van a tőkepiaci unió (CMU) alapvető céljával, vagyis azzal, hogy javítani kell az uniós vállalkozások – beleértve a kisebb vállalkozásokat is – piaci alapú finanszírozási forrásokhoz való hozzáférését a fejlődésük minden szakaszában. A tőzsdére bevezetett társaságok az éves bevételnövekedés és a munkahelyteremtés tekintetében gyakran felülmúlják a nem nyilvánosan működő vállalatokat. A nyilvános tőkepiacokra lépő vállalatok diverzifikálhatják befektetői bázisukat, csökkenthetik a banki finanszírozástól való függőségüket, könnyebben hozzáférhetnek további saját tőkéhez és (másodlagos ajánlatok révén) hitelfinanszírozáshoz, szélesebb körben válhatnak ismertté, és javíthatják márkáik elismertségét.

A tőkepiaci unióra vonatkozó első cselekvési terv 2015-ös közzététele óta előrelépés történt annak érdekében, hogy a vállalkozások, különösen a kkv-k könnyebben és olcsóbban férhessenek hozzá a nyilvános tőkepiacokhoz. 2018 januárjában a pénzügyi eszközök piacairól szóló II. irányelv (a továbbiakban: MiFID II)¹ a multilaterális kereskedési rendszerek (a továbbiakban: MTF-ek) keretében bevezette a kkv-tőkefinanszírozási piacok új kategóriát, hogy ezzel a kkv-kat a tőkepiacokhoz való hozzáférésre ösztönözze². 2019-ben új uniós szabályokat terjesztettek elő a bürokrácia csökkentése és a kkv-tőkefinanszírozási piacokra lépő vállalatok szabályozási terheinek csökkentése érdekében, megőrizve ugyanakkor a befektetők magas szintű védelmét és a piac integritását³. A bevezetett változások ellenére azonban az érdekelt felek továbbra is azzal érvelnek, hogy további szabályozási intézkedésekre van szükség annak érdekében, hogy a vállalatok tőzsdei bevezetése egyszerűbb, és a kibocsátók számára rugalmasabb lehessen. A tőkepiaci unióra vonatkozó, 2020 szeptemberében elfogadott új cselekvési terv értelmében „a kis- és innovatív vállalkozások finanszírozáshoz való hozzáféréseinek előmozdítása és diverzifikálása érdekében a Bizottság törekedni fog arra, hogy egyszerűsítse a tőzsdei bevezetés szabályait”. Ezt követően és az (EU) 2019/2115 rendeletre építve a Bizottság létrehozta a kkv-kkal foglalkozó szakmai szakértői érdekképviselői csoportot (a továbbiakban: TESS), amely megerősítette az érdekelt felek azzal kapcsolatos aggályait, hogy további jogalkotási intézkedésekre van szükség a vállalatok, különösen a kkv-k tőzsdei bevezetésének támogatása érdekében. 2021. májusi végleges jelentésében a TESS 12 ajánlást fogalmazott meg a tőzsdei

¹ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról (átdolgozás) (HL L 173., 2014.6.12., 349. o.).

² Ahhoz, hogy egy MTF kkv-tőkefinanszírozási piacnak minősüljön, azon kibocsátók legalább 50 %-ának, amelyek pénzügyi eszközeivel az MTF-en kereskednek, a MiFID II meghatározása szerinti kkv-nak kell lennie, vagyis olyan vállalkozásnak, amelynek az átlagos piaci tőkeértéke nem éri el a 200 millió EUR-t (lásd a MiFID II (132) preambulumbekzdését). A befektetővédelem megfelelő szintjének biztosítása érdekében a kkv-tőkefinanszírozási piacokra vonatkozó jegyzési szabályoknak meg kell felelniük bizonyos minőségi előírásoknak is, beleértve a megfelelő bevezetési dokumentum elkészítését (ha nincs szükség tájékoztatóra) és az időszakos pénzügyi beszámolási előírások betartását. A kkv-tőkefinanszírozási piac keretének kidolgozásakor nagyobb mértékben vették figyelembe a részvény- és kötvénypiacokra első alkalommal belépő kkv-k különleges igényeit.

³ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2019/2115 rendelete (2019. november 27.) a 2014/65/EU irányelvnek, valamint az 596/2014/EU rendeletnek és az (EU) 2017/1129 rendeletnek a kkv-tőkefinanszírozási piacok használatának előmozdítása tekintetében történő módosításáról (HL L 320., 2019.12.11., 1. o.).

bevezetésről szóló keret módosítására mind a szabályozott piacok, mind a kkv-tőkefinanszírozási piacok tekintetében⁴.

2021. szeptember 15-én Ursula von der Leyen elnök a Parlamentnek és a Tanács elnökségének címzett szándéknyilatkozatában⁵ bejelentette a kkv-k tőkéhez való hozzáféréseinek megkönnyítésére irányuló jogalkotási javaslatot, amely szerepel a Bizottság 2022. évi munkaprogramjában⁶.

Egy vállalat nyilvános tőkepiacra lépésre vonatkozó döntése összetett, és nem kezelhető közvetlenül jogalkotási beavatkozással, mert azt számos, sok esetben a szabályozók hatáskörén kívüli tényező befolyásolja. Például a tőzsdei bevezetés költségeit meghatározó ökoszisztéma-jellemzők, a geopolitikai instabilitás, a brexit, a Covid19, a központi banki politika és az infláció hatással voltak (és a jövőben is hatással lesznek) a vállalatok tőzsdei megjelenésére, annak idejére és helyére, valamint arra, hogy továbbra is az uniós tőkepiacon működjenek-e. A szabályozási követelmények, valamint a kapcsolódó költségek és terhek azonban szintén fontos tényezők, amikor egy vállalat a nyilvános tőkepiacra lépésről és a nyilvános tőkepiacon maradásról hoz döntést. A jegyzési jogszabálysomag célzott intézkedéseket tartalmaz, amelyek célja: i. a szabályozási terhek csökkentése, amennyiben az túlzottnak tekinthető (azaz ha a szabályozás költséghatékonyabb módon biztosíthatná az érdekelt felek számára a befektetők védelmét/a piac integritását), és ii. a társasági jog által a társaságok alapítói/többségi részvényesei számára biztosított rugalmasság fokozása a szavazati jogoknak a részvények szabályozott piacra történő bevezetését követő elosztási módja tekintetében.

A tőzsdei bevezetési eljárás szabályozási kerete sokrétű. A vállalatoknak az első nyilvános részvénykibocsátás (a továbbiakban: IPO) előtt, alatt és után is meg kell felelniük a szabályozási követelményeknek. Ez a javaslat az IPO előtti szakaszban felmerülő szabályozási korlátokra összpontosít, és azt a problémát tárgyalja, hogy a tőzsdei bevezetésekor a vállalatok számára a megfelelő irányítási struktúrák kiválasztásában uniós szinten nem biztosított az esélyegyenlőség. A javasolt irányelvet két másik jogalkotási javaslat kíséri: i. rendeletjavaslat a tájékoztatóról szóló rendelet⁷, a piaci visszaélésekről szóló rendelet (MAR)⁸, ii. a pénzügyi eszközök piacairól szóló rendelet (MiFIR)⁹ módosításáról, és iii. irányelvjavaslat a tőzsdei bevezetésről szóló irányelv¹⁰ hatályon kívül helyezéséről és a MiFID II irányelv módosításáról. Mindkét javaslat célja az elsődleges és a másodlagos piacokra vonatkozó közzétételi követelmények egyszerűsítése és pontosítása a befektetővédelem és a piaci integritás megfelelő szintjének fenntartása mellett. A tőzsdei

⁴ A szakmai szakértői érdekképviselői csoport (TESG) végleges jelentése a kkv-król – Az uniós tőkepiacok megerősítése – Legyen újra vonzó a tőzsdei bevezetés (europa.eu).

⁵ Lásd a 4. oldalt: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_hu.pdf (europa.eu).

⁶ A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – A Bizottság 2022. évi munkaprogramja – Együtt erősebbé tesszük Európát, COM(2021) 645 final, cwp2022_hu.pdf (europa.eu).

⁷ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1129 rendelete (2017. június 14.) az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzeendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről (HL L 168., 2017.6.30., 12. o.).

⁸ Az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete (2014. április 16.) a piaci visszaélésekről, valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről (HL L 173., 2014.6.12., 1. o.).

⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 600/2014/EU rendelete (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól és a 648/2012/EU rendelet módosításáról.

¹⁰ Az Európai Parlament és a Tanács 2001/34/EK irányelve (2001. május 28.) az értékpapírok hivatalos tőzsdei jegyzésre történő bevezetéséről és az ilyen értékpapírokról közzeendő információkról (HL L 184., 2001.7.6., 1. o.).

bevezetésről szóló irányelv hatályaon kívül helyezéséről és a MiFID II irányelv módosításáról szóló irányelvjavaslat további célja a kkv-kkal kapcsolatos befektetési kutatások alacsony szintjének növelése.

Az egyik fő probléma, amely elriasztja az alapítókat és a családokat a nyilvános tőkepiacra lépéstől (az IPO előtti szakaszban), az a vállalat feletti ellenőrzés elvesztésétől való félelem. A vállalkozás tőzsdei jelenléte a tulajdon felhígulását vonja maga után, ami csökkenti az alapítók és a családok befolyását a fontos beruházások és a vállalat működését érintő döntések tekintetében. A vállalatok, különösen a kkv-k nagyobb valószínűséggel lépnek a nyilvános tőkepiacokra, ha ezt követően a többségi részvényesek megtarthatják döntéshozatali jogkörüket a társaságban. Ez lehetővé teszi számukra, hogy továbbra is stratégiai jövőképüknek megfelelően alakítsák üzleti tevékenységüket, miközben élvezik a tőzsdén jegyzett társaságként elérhető előnyöket, és az így bevont forrás nagysága igazolja, hogy észszerű volt végigvinni a tőzsdei bevezetési folyamatot. Ez különösen igaz a családi tulajdonú kisebb vállalatokra, az induló vállalkozásokra és a hosszú távú projektekkel rendelkező vállalkozásokra, amelyek kezdeti költségigénye jelentős. Ezeket a vállalatokat fenyegetheti annak a kockázata, hogy túlzott mértékben ki vannak téve a nyilvános piacok ingadozásainak vagy az ellenséges felvásárlás veszélyének. Ugyanakkor e vállalatok számára lenne a legelőnyösebb, ha jelen lennének a kkv-tőkefinanszírozási piacon, amely olyan, kifejezetten a kkv-k számára kialakított MTF-kategóriát jelent, ahol a kkv-k számára előnyös, kevésbé szigorú szabályozási követelmények érvényesülnek. Előfordulhat, hogy a kisebb vállalkozásoknak nagyobb szükségük van diverzifikált finanszírozásra, mint a nagyobb vállalatoknak, mivel jellemzően kockázatosabbak, a potenciális befektetők körében kevésbé ismertek, nem engedhetik meg maguknak a külföldi tőkepiaci jelenlétet, és egyes esetekben nagyobb szükség van a növekedésre. Ezért tekintettel arra, hogy a nyilvános tőkepiacokhoz való hozzáférés különösen fontos a kisebb és gyorsan növekvő vállalatok számára, e javaslat középpontjában a kkv-tőkefinanszírozási piacokra lépő vállalatok állnak.

A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák olyan hatékony mechanizmust biztosítanak, amelyek lehetővé teszik, hogy a vállalatok tulajdonosai megtartsák döntéshozatali jogkörüket a vállalatban, miközben forrásokat gyűjtenek a nyilvános tőkepiacokon. Ezek a részvénystruktúrák lehetővé teszik a részvényes (vagy részvényesi csoport) számára, hogy egy társaságban irányító részesedéssel rendelkezzen anélkül, hogy a részesedés nagyságával arányos gazdasági befektetést kellene végrehajtania, amennyiben valamennyi részvényhez azonos szavazati jog kapcsolódik. A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák jellemzően legalább két, egymástól teljesen elkülönülő részvényosztályt foglalnak magukban, amelyek az egyes osztályokba tartozó részvényekre eltérő számú szavazati jogot biztosítanak.

A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák csak egy elemét képezik az ellenőrzést erősítő azon meglévő mechanizmusoknak, amelyek következtében a pénzügyi tulajdon és a szavazati jog viszonyában arányeltolódás következik be, aminek eredményeként a részvényes arányos sajáttőke-részesedés nélkül növelheti az ellenőrzést. A tagállamokban a tulajdonlás és az ellenőrzés közötti arányosságot elemző, 2007-ben közzétett tanulmány¹¹ kimutatta, hogy az ellenőrzésnek a szavazati jog kihasználása révén történő megerősítésére/korlátozására rendelkezésre álló mechanizmusok magukban foglalhatják többek között a hűség-részvényeket¹², a szavazati jogot nem biztosító részvényeket¹³, a szavazati jogot nem biztosító elsőbbségi részvényeket¹⁴ és a szavazati jogok felső határát is¹⁵.

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

¹² A hűség-részvények olyan részvények, amelyek több szavazati jogot biztosítanak az őket meghatározott ideig birtokló tulajdonosoknak. A hűség-részvényesek részvényenként egy helyett jellemzően két szavazatra jogosultak, ha a részvényeiket legalább két éve birtokolják.

Ezek az alternatív részvényrendszerek azonban nagyrészt kevésbé rugalmas megoldások, ezért korlátozzák az IPO szakaszban és az azt követő kibocsátások révén bevonható források összegét. Ezenkívül a hűség részvények olyan megerősített ellenőrzési mechanizmust jelentenek, amelynek célja kifejezetten a befektetők hosszú távú részesedésének előmozdítása, és stabilabb, hosszú távra szóló tulajdonlást eredményeznek ahelyett, hogy a nyilvános tőkepiacokról történő forrásbevonást tennék vonzóbbá. Mivel a hűség részvények a többségi részvényesek számára jellemzően kisebb mértékű további szavazati jogot biztosítanak, mint a több szavazatra jogosító részvények, és mivel a további szavazati jog érvényesítéséhez általában bizonyos tartási időre van szükség, az alapítók és a családi tulajdonú vállalatok kevésbé tekintik őket vonzónak. Ezt olyan empirikus bizonyítékok támasztják alá, amelyek azt mutatják, hogy a hűség részvények egyes tagállamokban történő bevezetése nem növelte a nyilvános tőkepiacokra belépő vállalatok számát. Ezzel szemben a szavazats többségi részvénystruktúrák lehetővé tennék, hogy az alapítók – a gazdasági érdek és a szavazati jogok egymástól való nagyobb fokú elhatárolásának köszönhetően – úgy tartsák fenn az ellenőrzést, hogy közben a vállalatba történő befektetésük nagyobb részét értékesítik.

Ha egy vállalatnál szavazats többségi részvénystruktúrákat vezetnek be, akkor más részvényesek (befektetők) a gazdasági befektetéseikhez képest kisebb döntéshozatali jogkörrel rendelkeznek. Ez a csökkent szavazati jog – ha a hatásait nem enyhítik megfelelően – sajátos problémákhoz vezethet. Ilyen probléma lehet például a részvényesek túlzott „beágyazódása”¹⁶, a vállalat eszközeinek koncentrálása, és általában az a helyzet, amikor a többségi részvényes – például kapcsolt felek közötti ügyletek révén – magánhaszonra tesz szert. Ezenkívül a szavazats többségi részvények hígító hatása azt eredményezheti, hogy a többségi részvényesek blokkolnak bizonyos határozatokat, beleértve a fenntarthatósági célokra irányuló határozatokat is, és ezáltal a többségi részvényes érdekeit mozdítják elő, nem pedig a vállalat hosszú távú fenntartható fejlődését. Ezeket a potenciális problémákat azonban meg lehet oldani a kisebbségi részvényesek és a vállalat érdekeinek védelmét célzó biztosítékok bevezetésével, például a szavazati arány felső határával, a hatályvesztésre vonatkozó rendelkezésekkel és bizonyos esetekben – például a fenntarthatósági kérdésekben – a szavazats többségi részvények felhasználásának korlátozásával.

A szavazats többségi részvénystruktúrák tekintetében az EU-ban jelenleg széttagoltság jellemző, ami egyenlőtlen lehetőségeket teremt a nyilvános tőkepiaci bevezetést választó uniós vállalkozások számára. Néhány tagállam – például Svédország vagy Dánia – már csaknem a tőkepiacraik létrehozása óta engedélyezte a szavazats többségi részvényeket. Svédországban a tőzsdére bevezetett, és az ilyen részvénystruktúrával rendelkező társaságok aránya mindig 40 % felett maradt, Finnországban és Dániában pedig a piaci kapitalizáció tekintetében a tőzsdén jegyzett társaságok többségét képviselik. Ezzel szemben más

¹³ A szavazati jogot nem biztosító részvények olyan részvények, amelyekhez nem kapcsolódik szavazati jog és a szavazati jogok hiányát kompenzáló különleges (például elsőbbségi osztalékra való) jog.

¹⁴ A szavazati jogot nem biztosító elsőbbségi részvények olyan részvények, amelyekhez nem kapcsolódik szavazati jog, de a szavazati jog hiányát különleges pénzforgalmi jogok (például elsőbbségi [magasabb vagy garantált] osztalékra való jog) kompenzálják.

¹⁵ A szavazati jogok felső határa olyan korlátozás, amely megtiltja a részvényeseknek, hogy egy bizonyos küszöbértéket meghaladóan szavazzanak, függetlenül attól, hogy hány szavazati jogot biztosító részvényt birtokolnak. A szavazati jogok felső határa kifejezhető az összes fennálló szavazati jog százalékában (például, ha minden részvényes a társaság jegyzett tőkéjének legfeljebb három százaléka erejéig szavazhat) vagy a közgyűlésen leadott összes szavazat százalékában (a tagállamokban általánosan jellemző).

¹⁶ A részvényesek „beágyazódása” olyan helyzet, amelyben a többségi részvényesek folyamatos ellenőrzést gyakorolnak, és ezért saját javukra hozhatnak döntéseket anélkül, hogy figyelembe vennék a társaság és más részvényesek érdekeit, és amikor a többi részvényes nem támadhatja meg hatékonyan ezeket a döntéseket.

tagállamok megtiltották a szavazatsöbbségi részvények használatát. Egyes esetekben a tilalom az állami vállalatokra korlátozódik, például Németországban és Belgiumban, míg más esetekben minden vállalatra vonatkozik, például Ausztriában és Horvátországban.

A szavazatsöbbségi részvénystruktúrákra vonatkozó nemzeti szabályok közötti különbségek egyenlőtlen versenyfeltételeket teremtenek a különböző tagállamokban működő vállalatok számára. A szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat tiltó tagállamok vállalkozói és vállalatai komparatív hátrányban vannak a szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat engedélyező tagállamok vállalkozásaival szemben. A szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat bevezetni és a rugalmasság előnyeivel élni kívánó vállalkozóknak és vállalatoknak választaniuk kell, hogy távol maradnak-e a nyilvános tőkepiacoktól vagy másik tagállamba (vagy nem uniós országba) települnek át, ami korlátozza finanszírozási döntéseiket, és növeli a tőkeköltségeiket. Ez különösen a kkv-kat és a korai szakaszban lévő induló vállalkozásokat érinti, amelyek nem rendelkeznek a más tagállamok vagy nem uniós országok tőzsdéire való bevezetéssel kapcsolatos többletköltségeket fedező erőforrásokkal.

E javaslat célja a kkv-tőkefinanszírozási piacokon jegyzett társaságok szavazatsöbbségi részvénystruktúráira vonatkozó nemzeti jogszabályok minimális harmonizációja, miközben kellő végrehajtási rugalmasságot biztosít a tagállamok számára. Míg a szabályozott piacok általában a nagyobb és érettebb vállalatok számára megfelelőek, addig a kkv-tőkefinanszírozási piacok nagyrészt a kisebb vállalatok számára tudnak tőzsdéi hozzáférést biztosítani, így a kkv-tőkefinanszírozási piacok szabályozása figyelembe veszi a kkv-k sajátosságait. A kkv-tőkefinanszírozási piacokon azonban nem csak kkv-k értékpapírjait jegyzik. A nem kkv formában működő vállalatok általában likvidebb értékpapírokkal rendelkeznek, ezért bevonásuk lehetővé teszi, hogy a kkv-tőkefinanszírozási piacok az üzleti modelljük jövedelmezőségének fenntartása érdekében magasabb kereskedési díjakat generáljanak. Mindazonáltal annak érdekében, hogy a befektetők számára az egyértelműség biztosított legyen, a kkv-tőkefinanszírozási piacokon jelenleg minden kibocsátóra – méretétől függetlenül – ugyanazok a szabályok vonatkoznak. Ezzel a megközelítéssel összhangban ez a javaslat minden olyan vállalat számára lehetővé teszi a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák bevezetését, amelyek először kívánják részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedelemre bevezetni.

A javaslat a kisebbségi részvényesek és a vállalatok érdekeit védő biztosítékokat ír elő. E biztosítékok értelmében valamennyi tagállamnak garantálnia kell, hogy a szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat elfogadó, illetve a szavazati jogokra gyakorolt hatás esetén annak módosítására vonatkozó döntést a részvényesek közgyűlése minősített többséggel hozza meg. Az e javaslatban foglalt biztosítékok a szavazatsöbbségi részvények szavazati súlyának korlátozását is bevezetik azáltal, hogy korlátozásokat írnak elő vagy a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák kialakítására vonatkozóan, vagy – bizonyos határozatok elfogadása esetére – a szavazatsöbbségi részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok gyakorlása tekintetében. E biztosítékok célja a kisebbségi részvényesek és a vállalatok érdekeinek védelme, ugyanakkor elegendő rugalmasságot biztosítanak ahhoz, hogy ne tántorítsák el a többségi részvényeseket a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák alkalmazásától. Ezen túlmenően az említett biztosítékok nagyrészt összhangban vannak azokkal, amelyeket már alkalmaznak jogi rendszerükben azok a tagállamok, amelyekben a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák jól működnek. Ezekben a tagállamokban tehát a jelenlegi jogi rendszert csak minimális mértékben kellene kiigazítani.

- **Összhang a szakpolitikai terület jelenlegi rendelkezéseivel**

A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák szabályozása jelenleg kizárólag nemzeti szintű.

A javasolt irányelv összhangban van az állami vállalatokra vonatkozó követelményeket megállapító és a nemzeti társasági jogi rendelkezéseket összehangoló hatályos uniós jogszabályok célkitűzéseivel. E jogszabályok közé tartozik a társasági jogról szóló irányelv¹⁷ is, amelynek célja, hogy a részvényesek és a hitelezők számára egyaránt egyenértékű minimális védelmet biztosítson. A társasági jogról szóló irányelv harmonizálja a társasági jog bizonyos vonatkozásaira, például a nyilvánosan működő részvénytársaságok létrehozására, a részvénytőke-követelményekre és a részvényeseknek történő osztalékfizetésre vonatkozó nemzeti rendelkezéseket. A javasolt irányelv hatóköre és a társasági jogi irányelv hatóköre között nincs átfedés, mert az utóbbi nem szabályozza a társaságok részvénystruktúráját (beleértve a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat is). Ezzel a kérdéssel ez a javaslat foglalkozik.

Továbbá azáltal, hogy a tagállamokat olyan rendelkezések bevezetésére kötelezi, amelyek a vállalatok és a kisebbségi részvényesek érdekeinek védelmét szolgálják, a javaslat összhangban van az (EU) 2017/828 irányelv¹⁸ szakpolitikai célkitűzésével, beleértve a vállalatok hosszú távú fenntartható fejlődésének előmozdítását, valamint a kapcsolt felekkel folytatott ügyletek esetében a vállalat és annak kisebbségi részvényesei érdekeinek védelmét, noha a két jogi aktus hatóköre eltérő (az irányelv a szabályozott piacra bevezetett társaságokban fennálló részvényesi jogokra, míg ez a javaslat a kkv-tőkefinanszírozási piacokra bevezetett társaságokban fennálló részvényesi jogokra vonatkozik).

Hasonlóképpen, a javasolt irányelv nincs átfedésben a nyilvános vételi ajánlatról szóló irányelv hatókörével sem, amely a részvényesek érdekeinek védelme érdekében az állami vállalatokra alkalmazandó szabályokat állapít meg abban az esetben, ha az ilyen vállalatok nyilvános vételi ajánlat tárgyát képezik. Fontos, hogy a nyilvános vételi ajánlatról szóló irányelv¹⁹ csak a szabályozott piacra bevezetett vállalatokra vonatkozik, a kkv-tőkefinanszírozási piacra bevezetett vállalkozásokra nem, azok e javaslat hatálya alá tartoznak. Mindazonáltal az átláthatóság vonatkozásában e javaslat rendelkezéseinek célja hasonló a nyilvános vételi ajánlatról szóló irányelvben foglaltakhoz, tehát e rendelkezések a társaság részvénytőke-szerkezetére, részvényesi szerkezetére, valamint a társaság értékpapírjaihoz kapcsolódó jogokra és kötelezettségekre összpontosítanak.

Végezetül a javasolt irányelv összhangban van a MiFID II kkv-tőkefinanszírozási piacokat szabályozó rendelkezéseivel.

• **Összhang az Unió egyéb szakpolitikáival**

A javaslat teljes mértékben összhangban van a tőkepiaci unió azon alapvető céljával, hogy a finanszírozást hozzáférhetőbbé tegye az uniós vállalkozások, és különösen a kkv-k számára. A javaslat összhangban van a Bizottság által a tőkepiaci unióról szóló 2015. évi cselekvési terv²⁰, a tőkepiaci unióról szóló cselekvési terv 2017. évi félidős értékelése²¹ és a tőkepiaci

¹⁷ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1132 irányelve (2017. június 14.) a társasági jog egyes vonatkozásairól (kodifikált szöveg) (HL L 169., 2017.6.30., 46. o.).

¹⁸ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/828 irányelve (2017. május 17.) a 2007/36/EK irányelvnek a hosszú távú részvényesi szerepvállalás ösztönzése tekintetében történő módosításáról (HL L 132., 2017.5.20., 1. o.).

¹⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve (2004. április 21.) a nyilvános vételi ajánlatról (HL L 142., 2004.4.30., 12. o.).

²⁰ A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Cselekvési terv a tőkepiaci unió megteremtésére, COM(2015) 468 final.

²¹ A Bizottság közleménye a tőkepiaci unióról szóló cselekvési terv félidős értékeléséről, SWD(2017) 224 final és SWD(2017) 225 final – 2017. június 8., https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

unióról szóló 2020. évi cselekvési terv keretében hozott számos jogalkotási és nem jogalkotási intézkedéssel.

A munkahelyteremtés és a növekedés EU-n belüli támogatása érdekében kezdettől fogva a tőkepiaci unió egyik fő célja a vállalkozások, különösen a kkv-k finanszírozáshoz jutásának megkönnyítése volt. A tőkepiaci unióról szóló cselekvési terv 2015-ös közzététele óta néhány célzott intézkedést hoztak annak érdekében, hogy megfelelő finanszírozási forrásokat alakítsanak ki a kkv-k számára a fejlődésük valamennyi szakaszában. A tőkepiaci unióról szóló cselekvési terv 2017 júniusában közzétett félidős értékelésében a Bizottság úgy döntött, hogy ambiciózusabb célokat tűz ki, és nagyobb hangsúlyt fektet a kkv-k nyilvános tőkepiacokhoz való hozzáféréseire. 2018 májusában a Bizottság javaslatot tett közzé a kkv-tőkefinanszírozási piacok használatának előmozdítására²² azzal a céllal, hogy csökkentse a kkv-tőkefinanszírozási piacon működő kibocsátók adminisztratív terheit és magas megfelelési költségeit, ugyanakkor biztosítsa a piac magas szintű integritását és a befektetők védelmét; előmozdítsa a nyilvánosan jegyzett kkv-részvények likviditását annak érdekében, hogy ezek a piacok vonzóbbá váljanak a befektetők, a kibocsátók és a közvetítők számára; valamint megkönnyítse az MTF-ek kkv-tőkefinanszírozási piacként való nyilvántartásba vételét. A kkv-tőkefinanszírozási piacok használatának előmozdításáról szóló javaslatot 2019 novemberében fogadták el.

Emellett a Covid19-válságot követően a Bizottság közzétette a tőkepiaci helyreállítási csomagot, amely a tőkepiacok és a bankszabályozás célzott módosításait foglalta magában azzal az átfogó céllal, hogy megkönnyítse a tőkepiacok számára az uniós vállalkozások Covid19-válságból való kilábalásának támogatását. A tőkepiaci szabályok javasolt módosításainak célja különösen a befektetési vállalkozások és kibocsátók szabályozási terheinek és nehézségeinek enyhítése volt.

Ez a javaslat a tőkepiaci unióról szóló 2020. évi cselekvési terv és annak azon célkitűzése nyomán született, hogy a finanszírozást hozzáférhetőbbé tegye az uniós vállalkozások számára (2. intézkedés: „a nyilvános tőkepiacokhoz való hozzáférés támogatása”). A javaslat arra összpontosít, hogy enyhítse azokat a szabályozási követelményeket, amelyek elriaszthatják a vállalatokat a tőzsdén való jegyzéstől. A kibocsátókat a tőzsdei jegyzéstől elriasztó egyéb tényezők, például a szűk befektetői bázis és a hitelfinanszírozásnak a saját tőkével szembeni adóelőnye jelentette problémákat a tőkepiaci unióra vonatkozó, az e javaslatban előterjesztett módosításokat kiegészítő és e kezdeményezéssel együtt elemzendő egyéb, folyamatban lévő és jövőbeli kezdeményezések kezelik. Ezek a kezdeményezések például a következőkhöz kapcsolódnak: i. egy egységes európai hozzáférési pont (ESAP)²³ létrehozása, ami megoldja a befektetők számára hozzáférhető és összehasonlítható adatok hiányát, és láthatóbbá teszi a vállalatokat a befektetők számára, ii. az uniós kereskedési információk központosítása összesítettadat-szolgáltatás²⁴ révén a hatékonyabb nyilvános piaci kereskedési környezet és árfeltárás érdekében, valamint iii. a hitelfinanszírozás adóelőnyét

²² Javaslat – Az Európai Parlament és a Tanács rendelete az 596/2014/EU rendeletnek és az (EU) 2017/1129 rendeletnek a kkv-tőkefinanszírozási piacok használatának előmozdítása tekintetében történő módosításáról, COM(2018) 331 final.

²³ Javaslat – Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a pénzügyi szolgáltatások, a tőkepiacok és a fenntarthatóság szempontjából lényeges nyilvánosan hozzáférhető információkhoz központi hozzáférést biztosító egységes európai hozzáférési pont létrehozásáról, COM(2021) 723 final.

²⁴ Javaslat – Az Európai Parlament és a Tanács rendelete a 600/2014/EU rendeletnek a piaci adatok átláthatóságának fokozása, az összesítettadat-szolgáltatás létrejötte előtt álló akadályok megszüntetése, a kereskedési kötelezettségek optimalizálása és az ügyfélmegbízások továbbításával kapcsolatos ellentételezés elfogadásának tilalma tekintetében történő módosításáról, COM(2021) 727 final.

csökkentő támogatás²⁵ bevezetése, amelynek célja, hogy vonzóbbá (és kevésbé költségessé) tegye a saját tőkével való finanszírozást a vállalatok számára.

Ezen túlmenően a Bizottság számos kezdeményezése tovább fogja erősíteni a nyilvános tőkepiacokon jegyzett részvények befektetői bázisát. A kkv-k számára létrehozott uniós szintű első nyilvános részvénykibocsátási alap – az intézményi befektetőkkel való partnerség és a kkv kibocsátókra összpontosító alapokba való befektetés révén – vezető befektető szerepet fog játszani annak elősegítésében, hogy a kkv-k nyilvános piaci tőkebevonása iránt több magánbefektető érdeklődjön. A tőkekövetelmény-rendelet és a Szolvencia II irányelv felülvizsgálatai növelni fogják a kibocsátók befektetői bázisát azáltal, hogy megkönnyítik a bankok és biztosítók számára a nyilvános piacokon (hosszú távra történő) sajáttőke-befektetéseket.

Ez a javaslat összhangban van a 2022-ben közzétett új európai innovációs menetrenddel²⁶ is, mivel vonzóbbá teszi a tőkepiacokat a vállalatalapítók számára úgy, hogy azoknak a nyilvános tőkepiacokra való belépésükkor nem kell lemondaniuk az ellenőrzésről.

A javaslat figyelembe veszi azokat a bizonyítékokat, amelyek alátámasztják a jövőállásági platform által kiadott, a kkv-k tőkéhez való hozzáféréseinek megkönnyítéséről, és különösen a kkv-k értékpapírjainak szabályozott piacra történő bevezetésére vonatkozó eljárások egyszerűsítéséről és egyéb tőzsdei bevezetési kötelezettségekről szóló véleményt.

Mivel ez a javaslat – a legmegfelelőbb vállalatirányítási struktúra alapján – több kkv számára teszi lehetővé, hogy a kkv-tőkefinanszírozási piacokra való bevezetés révén egyre több és egyre diverzifikáltabb finanszírozáshoz jussanak, összhangban lesz a von der Leyen elnök, az Unió helyzetéről szóló, 2022. szeptemberi beszédében bejelentett kkv-segélysomag célkitűzésével is.

Végezetül, a javaslat biztosítékokra vonatkozó rendelkezései a vállalatok érdekeinek védelmét is biztosítják az olyan döntésekkel szemben, amelyek az emberi jogokra, az éghajlatváltozásra és a környezetre nézve kockázatot jelentenek vagy káros következményekkel járnak. A javaslat ezért összhangban van a Bizottság fenntartható és felelős vállalati magatartás előmozdítására irányuló vállalatirányítási szakpolitikai célkitűzésével, és ezáltal a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati átvilágításról szóló irányelvre irányuló bizottsági javaslattal²⁷, amelynek célja, hogy az emberi jogi és környezetvédelmi megfontolásokat beépítse a vállalatok vállalatirányítási rendszereibe.

2. JOGALAP, SZUBSZIDIARITÁS ÉS ARÁNYOSSÁG

• Jogalap

A javaslat az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) 114. cikkén és 50. cikkén alapul.

A 114. cikk rendelkezik a tagállamok törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezéseinek közelítésére vonatkozó azon intézkedések elfogadásáról, amelyek tárgya a belső piac megteremtése és működése. A 114. cikk akkor alkalmazható, ha a nemzeti szabályok közötti eltérések akadályozzák az alapvető szabadságokat vagy torzítják a versenyt, és így közvetlen

²⁵ Javaslat – A Tanács irányelve a hitelfinanszírozás adóelőnyét csökkentő támogatásra és a kamatok társasági adóból való levonhatóságának korlátozására vonatkozó szabályok megállapításáról, COM(2022) 216 final.

²⁶ A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Az új európai innovációs menetrend, COM(2022) 332 final.

²⁷ Javaslat – Az Európai Parlament és a Tanács irányelve a fenntarthatósággal kapcsolatos vállalati átvilágításról és az (EU) 2019/1937 irányelv módosításáról, COM(2022) 71 final.

hatással vannak a belső piac működésére. A javasolt irányelv célja az olyan alapvető szabadságok gyakorlása előtt álló akadályok felszámolása, mint a tőke szabad mozgása és a letelepedés szabadsága. Ezek az akadályok az EU-n belül a társasági jogot szabályozó nemzeti jogszabályok közötti különbségekből erednek, mivel egyes tagállamok megakadályozzák a szavazatelsőbbbségi részvénytörkestruktúrákat alkalmazó vállalataik nyilvános tőkepiacokhoz való hozzáférését. Ez korlátozza az említett vállalatok tőkéhez való hozzáférését, és akadályozza az egységes uniós tőkepiac létrehozását.

Az EUMSZ 50. cikkének (1) bekezdése és különösen az 50. cikke (2) bekezdésének g) pontja hatáskörrel ruházza fel az EU-t arra, hogy eljárjon a letelepedési szabadság valamely meghatározott tevékenység tekintetében történő megvalósítása érdekében, különösen azáltal, hogy „a szükséges mértékben összehangolja azokat a biztosítékokat, amelyeket a tagállamok az 54. cikk második bekezdése szerinti társaságoktól a tagok és harmadik személyek érdekeinek védelme céljából megkövetelnek, annak érdekében, hogy az ilyen biztosítékokat egyenértékűvé tegyék az Unión belül”. A javasolt irányelv célja, hogy koordinációs intézkedések bevezetésével oly módon védje a társaságok részvényesei és más érdekelt felek érdekeit, hogy csökkenjenek a nemzeti szabályok közötti különbségek és mérséklődjenek a letelepedés szabadságának akadályai.

- **Szubszidiaritás (nem kizárólagos hatáskör esetén)**

Az EUMSZ 4. cikke értelmében a belső piac megvalósítására irányuló uniós fellépést az Európai Unióról szóló szerződés 5. cikkének (3) bekezdésében foglalt szubszidiaritási elv fényében kell értékelni. A szubszidiaritás elve szerint uniós szintű intézkedésre csak abban az esetben kerülhet sor, ha a kitűzött célokat a tagállamok önállóan nem képesek kielégítően megvalósítani, így azok az EU szintjén jobban megvalósíthatók. A szavazatelsőbbbségi részvények esetében – kivéve, ha uniós szintű fellépésre kerül sor – valószínűtlen, hogy azok a tagállamok, amelyek jelenleg nem engedélyezik ezeket a részvénytörkestruktúrákat, a közeljövőben egyoldalúan és külső ösztönző nélkül módosítanak a szabályaikat. Ez nagyrészt történelmi okokra, az érintett országok érdekelt feleinek ellenállására, valamint arra vezethető vissza, hogy az évszázadok során kialakult társasági jog megváltoztatása gyakran nehézségekbe ütközik. E struktúrák EU-szerte történő késedelmes bevezetése azzal a veszéllyel járna, hogy a szavazatelsőbbbségi részvényeket tiltó tagállamokban a kisebb vállalatokat továbbra is megfosztanák a finanszírozási lehetőségektől. Végezetül, még ha a tagállamok a továbblépés mellett döntenének is, a megközelítések jelentősen eltérhetnek, ami további széttagoltsághoz vezethet.

- **Arányosság**

A javasolt irányelv célja az egységes piac megfelelő működésének előmozdítása és az olyan alapvető szabadságok gyakorlása előtt álló akadályok felszámolása, mint a tőke szabad mozgása és a letelepedés szabadsága. Ezeket az akadályokat az okozza, hogy a részvénytörkestruktúrákra vonatkozóan a tagállamok társasági joga eltérő szabályokat állapít meg, és különösen az, hogy a vállalatoknak lehetőségük van szavazatelsőbbbségi részvénytörkestruktúra elfogadására. A cél elérése érdekében a javaslat csak minimális, és csak a szavazatelsőbbbségi részvénytörkestruktúrák engedélyezésének fő jogelvével kapcsolatos harmonizációs követelményeket határoz meg, kiegészítve azt a kisebbségi részvényesi érdekek és a vállalatok érdekeinek védelméhez szükséges minimális biztosítékokkal. Továbbá hatálya a kkv-tőkefinanszírozási piacokra korlátozódik, különösen azon kkv-kra, amelyek számára ez az intézkedés a leginkább előnyös lenne.

A javasolt irányelv elegendő rugalmasságot biztosít a tagállamok számára ahhoz, hogy a javaslat rendelkezéseit a nemzeti jogrendszeren belül alakítsák ki. Ezt úgy teszi lehetővé, hogy a szabályokat az ezen irányelv célkitűzéseivel összhangban álló további intézkedésekkel

egészíti ki, beleértve a részvényesek és a vállalatok érdekeinek védelmét szolgáló biztosítékokat is, illetve az e javaslat hatókörén kívüli esetekben engedélyezi a szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat. Így az EUSZ 5. cikkében meghatározott szubszidiaritási elvnek megfelelően a javasolt irányelv nem lépi túl a céljai eléréséhez szükséges mértéket.

- **A jogi aktus típusának megválasztása**

Az uniós egységes piacnak a társasági jog, különösen a részvénystruktúrák területén történő integrációja a legjobban úgy érhető el, ha a jogszabályokat irányelv révén történő harmonizáció útján közelítjük egymáshoz. Az irányelv alkalmazása tiszteletben tartja a tagállamok eltérő jogi kultúráját és társasági jogi rendszereit, és kellő rugalmasságot biztosít az átültetési folyamat során ahhoz, hogy a közös minimumszabályokat e különböző rendszerekkel összeegyeztethető módon alkalmazzák.

Ezen a szakpolitikai területen – ahol a tagállamok kötelezően alkalmazandó jogszabályai között jelentősek a különbségek – egy ajánlás nem lenne képes elérni a kívánt közelítési célkitűzést. Továbbá a rendelet útján történő közelítés nem biztosítana elegendő rugalmasságot a tagállamok számára ahhoz, hogy alkalmazkodjanak a helyi feltételekhez, és hogy az uniós szabályok összhangban maradjanak a szélesebb körű nemzeti társasági joggal.

3. AZ UTÓLAGOS ÉRTÉKELÉSEK, AZ ÉRDEKELT FELEKKEL FOLYTATOTT KONZULTÁCIÓK ÉS A HATÁSVIZSGÁLATOK EREDMÉNYEI

- **A jelenleg hatályban lévő jogszabályok utólagos értékelése/célravezetőségi vizsgálata**

Nem alkalmazható.

- **Az érdekelt felekkel folytatott konzultációk**

Az elmúlt években a Bizottság folyamatos értékelései a vállalatok, különösen a kkv-k nyilvános piacokhoz való hozzáféréseire összpontosítottak. A tőkepiaci unióval foglalkozó magas szintű fórum, a szakmai szakértői érdekképviselői csoport és a tőkepiaci unióról szóló 2020. évi cselekvési terv keretében felmerültek a nyilvános piacokra való belépéskor a vállalkozásokra nehezedő szabályozási terhekkel kapcsolatos kérdések. A Bizottság figyelembe vette az Oxera-tanulmányban²⁸ a témával kapcsolatban végzett kiterjedt kutatásokat is. Az e kérdésekkel kapcsolatos további bizonyítékok beszerzése érdekében 2021 novemberében véleményezési felhívást, valamint nyilvános és célzott konzultációt indítottak a tőzsdei bevezetésről szóló törvényről. A konzultációkra 14 hétig lehetett válaszolni (2021. november 19. és 2022. február 25. között).

A Bizottság emellett a vizsgált szakpolitikai lehetőségek további finomítása érdekében 2022 áprilisában két szakmai találkozót/munkaértekezletet szervezett az ágazati érdekelt felekkel.

A Bizottság továbbá 2021. október 15-én, 2022. május 17-én és 2022. május 30-án ismertette a javaslat célkitűzéseit az Európai Értékpapír-bizottság szakértői csoportjával.

2022. május 17-én a javaslat célkitűzéseinek bemutatása céljából találkozóra került sor az Európai Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottságának (ECON) koordinátoraival is.

Végezetül 2022. szeptember 12-én találkozóra került sor a társasági jogi szakértői csoporttal.

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU [Elsődleges és másodlagos részvénytőzsdék az EU-ban], végleges jelentés, 2020. november, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

Nyilvános és célzott konzultációk

A nyilvános és célzott konzultációk során a válaszadók hangsúlyozták, hogy a csúcstechnológiai ágazatokban működő, nagy növekedési potenciállal rendelkező kibocsátók elsősorban azért választották tömegesen a nem uniós országok (például az Egyesült Államok vagy az Egyesült Királyság) nyilvános tőkepiacait, mert ezek a joghatóságok a szavazatsöbbségi részvények tekintetében rugalmasságot biztosítanak kibocsátók számára²⁹. Hasonlóképpen néhány válaszadó³⁰ kiemelte, hogy a közelmúltban számos uniós vállalat áthelyezte a bejegyzett székhelyét olyan országokból, ahol korlátozott a szavazatsöbbségi részvények kibocsátásának lehetősége (pl. Olaszországból, Németországból és Spanyolországból) Hollandiába, ahol az ilyen részvénystruktúrák tekintetében megengedő és rugalmas megközelítés érvényesül³¹. Végezetül a válaszadók 64 %-a úgy vélte, hogy hasznos lenne az uniós jogban előírni, hogy a szavazatsöbbségi részvényeket is alkalmazó kibocsátók az EU egészében hozzáférhessenek az uniós kereskedési helyszínekhez.

A konzultációban részt vevő válaszadók többsége (83 %)³² úgy vélte, hogy ahol engedélyezett a szavazatsöbbségi részvények használata, ott ténylegesen több cég keresi a nyilvános tőkepiacokra lépés lehetőségét. Arra a kérdésre, hogy a szavazatsöbbségi részvények a befektetők körében milyen hatással vannak a vállalatok vonzerejére, a legtöbb válaszadó (elsősorban a kibocsátók és a tőzsdék) úgy vélte, hogy a hatás pozitív vagy semleges³³. Ezek a válaszadók megjegyezték, hogy a szavazatsöbbségi részvények nem csökkentik a befektetők étvágyát, feltéve, hogy léteznek bizonyos biztosítékok, és hangsúlyozták, hogy az átláthatóság kulcsfontosságú annak biztosításához, hogy a befektetők teljes mértékben megalapozott befektetési döntéseket hozhassanak.

Azok a válaszadók, akik a vonzerőt negatívnak vélték (ideértve két nemzeti versenyhatóságot és néhány befektetői szövetséget), aggodalmukat fejezték ki az „egy részvény – egy szavazat” elv eltűnésével kapcsolatban. Az egyik válaszadó kifejezetten megjegyezte, hogy a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák alááshatják a vállalatirányítási jogban meglévő elszámoltathatósági mechanizmusokat, például azt a lehetőséget, hogy a részvényesek válasszanak igazgatókat, és a vezetés „beágyazódásához” vezethet. Azonban még a vonzerőt kissé negatívan vagy negatívan megítélő válaszadók egy része is megjegyezte, hogy a szavazatsöbbségi részvények bizonyos helyzetekben előnyösek (különösen a nyilvános tőkepiaci jelenlét lehetőségét kereső, nagy növekedési potenciállal rendelkező, innovatív, az alapítók által vezetett vállalatok számára). Megjegyezték, hogy a javasolt változtatásoknak megfelelő egyensúlyt kell teremteniük. Ennek az egyensúlynak biztosítania kell az irányítás megfelelő védelmét, például korlátoznia kell a többlétszavazati jog alkalmazásával meghozható döntések körét, lehetővé kell tennie, hogy az alapítók által vezetett vállalatok a nyilvános tőkepiacon vonhassanak be forrásokat, és biztosítania kell, hogy továbbra is érvényesülhessen a vállalattal kapcsolatban az alapítók hosszú távú jövőképe.

²⁹ Az ezt a nézetet támogató érdekelt felek közé tartoznak a befektetési bankok, az értékpapír-piaci szövetségek, a pénzügyminisztériumok képviselői és a magántőke-egyesületek.

³⁰ Ezt két holland érdekelt fél említette.

³¹ A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák vonzereje miatt eddig néhány vállalat települt át Hollandiába, hogy az ottani nyilvános tőkepiacokon tudjon működni. Ennek alátámasztására azonban nem állnak rendelkezésre adatok.

³² Azaz a 41 válaszadóból 34.

³³ A válaszadók 22 %-a (9 válaszadó) a pozitív vagy kissé pozitív, 29 %-a (12 válaszadó) a semleges, míg 36 %-a (15 válaszadó, főként befektetők és nemzeti versenyhatóságok) a negatív vagy enyhén negatív választ választotta.

A válaszadók ezért kiemelték, hogy a szavazatsöbbségi részvénystruktúrák rugalmas kezelése során biztosítani kell az irányítási normák teljesülését (lehetőség szerint hatályvesztésre vonatkozó rendelkezések, át nem ruházhatóságra vonatkozó rendelkezések, automatikus törlés/kilépéskori átalakítás stb. útján).

A szakértői csoport ajánlásai

A tőkepiaci unióval foglalkozó magas szintű fórum azt ajánlotta, hogy a vállalkozások dönthessenek úgy, hogy szavazatsöbbségi részvénystruktúrák alkalmazása mellett lépnek a nyilvános tőkepiacra. A szakértői csoport megjegyezte, hogy az ilyen struktúrák elősegítenék, hogy a vállalatok elkerüljék a nagyobb vállalatok általi felvásárlást, a tulajdonosokat a növekedés fenntartására ösztönöznék, és biztosítanák a vállalat hosszú távú kilátásainak megvalósulását, miközben továbbra is fennállna a vonzó finanszírozás lehetősége. Hangsúlyozták azonban az egyensúly megteremtésének szükségességét is, hiszen tény, hogy egy ilyen rendszer akadályozza a többi részvényt a felügyeleti és irányítási feladataik gyakorlásában.

A szakmai szakértői érdekképviselői csoport teljes mértékben támogatta ezt az ajánlást, azzal érvelve, hogy a kibocsátók előjoga kell, hogy legyen annak eldöntése, hogy alkalmazzanak-e hatályvesztésre vonatkozó rendelkezést vagy maximális súlyozott szavazati arányt.

Az érdekeltekkel folytatott találkozók

A Bizottság által az érdekelt felek számára szervezett két szakmai munkaértekezlet nem hozott jelentős előrelépést a szavazatsöbbségi részvények témában. Egyes érdekelt felek (tőzsdék) egyértelműen támogatták az uniós harmonizációt, mivel az vonzóbbá tenné a tőzsdére lépést. Ezzel szemben más érdekelt felek (befektetők) úgy vélték, hogy nincs szükség ilyen harmonizációra, ugyanakkor megjegyezték, hogy egy ilyen megközelítés mérlegelése esetén fontos lenne a megfelelő biztosítékok alkalmazása.

Találkozók az Európai Értékpapír-bizottság szakértői csoportjával A Bizottság a tőkepiaci unióra vonatkozó projekt részeként ismertette a tőzsdei jegyzési jogszabállyal kapcsolatos lehetséges további lépéseket. A megbeszélésen részt vevő delegációk széles körben támogatták a Bizottság azon célkitűzését, hogy növelje az uniós nyilvános tőkepiacok vonzerejét, ugyanakkor biztosítsa a befektetők védelmét és a piac integritását. Konkrétan, 13 felszólaló tagállam nyitottan mutatkozott arra, hogy mérlegelje a szavazatsöbbségi részvényekre vonatkozó rendelkezések minimális uniós szintű jogharmonizációját.

Találkozó az Európai Parlament ECON koordinátoraival

A megbeszélésen részt vevő európai parlamenti képviselők koordinátorai – elismerve az uniós nyilvános tőkepiacokkal kapcsolatos problémát – üdvözltek a tőzsdei jegyzési jogszabállyal kapcsolatosan a Bizottság által javasolt lehetséges további lépéseket. Hangsúlyozták, hogy a Bizottságnak meg kell találnia a megfelelő egyensúlyt annak biztosítása érdekében, hogy valamennyi vállalat, különösen a kkv-k hozzáférjenek a nyilvános finanszírozási piacokhoz, ugyanakkor a befektetők is megfelelő védelemben részesüljenek.

Megbeszélés a társasági jogi szakértői csoporttal

A társasági jogi szakértői csoporttal tartott megbeszélés célja az egyes tagállamok szavazatsöbbségi részvénystruktúráiról folytatott eszmecsere volt. Felszólalásában több tagállam is bővebben kifejtette a bizottsági felmérésre (2022. július–augusztus) adott válaszait.

- **Szakértői vélemények beszerzése és felhasználása**

A Bizottság jelentős mennyiségű adatot gyűjtött közvetlenül értékpapírtőzsdéktől, kibocsátóktól és kkv-szövetségektől. Ezenkívül a (2020. október és 2021. május között működő) szakmai szakértői érdekképviselői csoport is szolgáltatott bizonyítékokat és piaci inputokat. Emellett a Bizottság 2020 novemberében megbízást adott az Oxeának *Az elsődleges és másodlagos uniós részvénytőzsdékről szóló tanulmány* elkészítésére, amely nagyon részletes, adatokkal alátámasztott áttekintést nyújtott a piacról³⁴.

Korábban a Bizottság megbízást adott az uniós tőzsdéken jegyzett vállalatok tulajdonlása és ellenőrzése közötti arányosságról szóló tanulmány elkészítésére, amelynek eredménye *Az arányosság uniós elvéről szóló* (2007-ben közzétett) *jelentés* volt³⁵. A jelentés következtetéseit nemrégiben egy másik, a kisebbségi részvényesek védelméről szóló, a Bizottság által kért és 2018-ban közzétett tanulmány is megerősítette.

Hatásvizsgálatot végeztek a nyilvánosság köréből származó széles körű minőségi és mennyiségi bizonyítékok, valamint a „Jegyzési jogszabály: a nyilvános tőkepiacok vonzóbbá tétele az uniós vállalkozások számára, valamint a kkv-k tőkéhez jutásának megkönnyítése” témában folytatott nyilvános konzultációk alapján.

Az egyéb felhasznált források között szerepelt a kiterjedt tudományos szakirodalom és kutatás, különösen azon joghatóságok vizsgálata, amelyekben már alkalmaznak szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat, vagy amelyek a közelmúltban fogadták el az ezt lehetővé tevő jogszabályokat. Számos ágazati szövetségtől is érkeztek részletes kiegészítő információk.

- **Hatásvizsgálat**

Ezt a javaslatot hatásvizsgálat kíséri, amelyet 2022. június 10-én nyújtottak be a Szabályozói Ellenőrzési Testülethez. A javaslatot a Testület 2022. július 8-án – fenntartásokkal – jóváhagyta.

A Szabályozói Ellenőrzési Testület a hatásvizsgálat-tervezet módosítását kérte a következők tisztázása érdekében: i. a jegyzési jogszabályra irányuló kezdeményezés más kapcsolódó tőkepiaci kezdeményezésekkel való összekapcsolása és összhangja, ii. az elemzés kockázatai és korlátai, valamint a nem kívánt következmények felismerése, valamint iii. az érdekelt felek különböző csoportjai által a probléma meghatározásával, a választási lehetőségekkel és azok hatásával kapcsolatban kifejtett eltérő álláspontok. A Testület által megfogalmazott észrevételeket áttekintették, és azokat belefoglalták a hatásvizsgálat végső verziójába.

A hatásvizsgálat számos szakpolitikai lehetőséget elemez annak érdekében, hogy észszerűsített, egyértelmű és rugalmasabb, a nyilvános piacokon történő tőkebevonással

³⁴ Az elsődleges és másodlagos uniós részvénytőzsdékről szóló tanulmány azt ajánlotta a szabályozó hatóságoknak, hogy enyhítsék az ellenőrzést erősítő mechanizmusokra (például a szavazatsöbbségi részvényekre) vonatkozó korlátozásokat annak érdekében, hogy a vállalatokat a nyilvános tőkepiacra lépésre ösztönözzék, de a tulajdonosoknak ne kelljen lemondaniuk vállalat feletti ellenőrzésről.

³⁵ A tagállamokban a tulajdonlás és az ellenőrzés közötti arányosságot vizsgáló tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy az elemzett mintán belül egyetlen uniós joghatóság sem választotta az „egy részvény, egy szavazat” elvet. Még az „egy részvény, egy szavazat” elvet bizonyos mértékig hivatalosan elfogadó tagállamok is engedélyeztek különböző, ellenőrzést erősítő mechanizmusokat, mint például a szavazati jogok felső határa vagy a szavazati joggal nem rendelkező elsőbbségi részvények alkalmazása. Ezeket a következtetéseket ezt követően a kisebbségi részvényesek védelméről szóló 2018. évi tanulmány is megerősítette. Ez a tanulmány az „egy részvény, egy szavazat” elvének a tagállamokban történő alkalmazásáról szóló szakaszban arra a következtetésre jut, hogy ezt az elvet a tagállamok nemzeti jogi keretei nem tekintik alapvetőnek.

kapcsolatos költségeket a vállalkozások számára – méretüktől függetlenül – csökkentő szabályozási kötelezettségek révén vonzóbbá tegye az uniós tőkepiaci jelenlétet.

A hatásvizsgálat által ismertetett három tényező rávilágít a tőzsdei bevezetési ciklus alábbi három szakaszával kapcsolatos problémákra: az első nyilvános részvénykibocsátás előtti szakasz, az első nyilvános részvénykibocsátás folyamata és az azt követő szakasz. A javasolt irányelv szempontjából relevánsnak azonosított tényező az, hogy a tőzsdére való bevezetéskor az uniós vállalkozások lehetőségei az irányítási struktúrát illetően nem egyenlőek, mivel a szavazatsöbbségi részvényekre vonatkozóan eltérő nemzeti szabályok vannak érvényben.

Az opciókban szereplő szabályozási módosítások nem tudták egyetlen módon kezelni az uniós nyilvános piacok előtt álló összes kihívást. A módosítások azonban – a vállalatok nyilvános tőkepiacokhoz való hozzáféréseinek javítására irányuló szélesebb körű terv részét képező egyéb intézkedésekkel együtt – arra irányulnak, hogy elősegítsék az uniós nyilvános piacokon jelenleg tapasztalható negatív tendencia visszafordítását. A szabályozás ilyen javítása nélkül az uniós nyilvános tőkepiacokra történő bevezetés szabályozási kerete továbbra is elmaradna az optimálistól, ami csökkentené a nyilvános piacok vonzerejét. Ez gazdasági terhet róna az uniós kibocsátókra, befektetőkre és az uniós gazdaság egészére. Az alapforgatókönyv ezért nem módosítja a tőzsdén megjelenni kívánó vagy a tőzsdén már jegyzett társaságokra vonatkozó szabályokat megállapító jogi keretet.

Az első nyilvános részvénykibocsátást megelőző szakaszban előnyben részesített szakpolitikai alternatíva a szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat szabályozó nemzeti jogszabályok minimális harmonizációját irányozza elő, ugyanakkor a végrehajtás terén mérlegelési jogkört biztosít a tagállamok számára. E lehetőség szerint azoknak a tagállamoknak, amelyek jelenleg tiltják a szavazatsöbbségi részvények alkalmazását, a jogszabályaik módosításával lehetővé kell tenniük az ilyen irányítási struktúrákat. A lehetőség nem róna további messzemenő korlátozásokat azokra a tagállamokra, amelyek e téren jelenleg rugalmas és jól működő rendszerrel rendelkeznek.

Ez a lehetőség hatékonyan ösztönözné a tőkepiaci megjelenésre (a szavazatsöbbségi részvénystruktúrákat jelenleg tiltó tagállamokban letelepedett) vállalatokat. Annak biztosításával, hogy a szavazatsöbbségi részvényeket alkalmazó vállalatok valamennyi tagállamban bevezethetők az értékpapír-piaci kereskedésbe, az előnyben részesített alternatíva lehetővé tenné, hogy az alapítók és a vállalatulajdonosok számára az ellenőrzés elvesztése – amely jellemzően a tőzsdére lépéshez kapcsolódik – kisebb mértékű legyen. Ez viszont új finanszírozási lehetőségeket nyitna meg azon vállalatok számára, amelyek egyébként nem vennék fontolóra a tőzsdére lépést. Emellett jelentősen csökkentené azon vállalatok költségeit, amelyek jelenleg arra kényszerülnek, hogy a rugalmasság előnyeinek kihasználása érdekében külföldi tőkepiacokon jelenjenek meg. Ezenkívül a szavazatsöbbségi részvények segítenének az alapítóknak (a tőkepiacra lépést követően) a rövid távú piaci nyomás elkerülésében és a vállalat hosszú távú jövőképre való összpontosításban.

Az előnyben részesített alternatíva szerint a tagállamok rugalmasan határoznák meg a szavazatsöbbségi részvényekkel kapcsolatos biztosítékokat és feltételeket. Az uniós szinten meghatározott néhány magas szintű elvnek és minimális biztosítéknak való megfelelést azonban biztosítaniuk kell. Ezek közé tartozik az alapítók érdekei és a kisebbségi befektetők védelme, valamint a vállalat érdekeinek védelme közötti megfelelő egyensúly megteremtése. Mivel a tagállamoknak az említett részvényrendszerek nemzeti jogrendjükbe való bevezetésekor figyelembe kellene venniük a befektetők és a vállalatok érdekeit, ez a lehetőség a befektetők védelmét biztosítaná. Emellett a biztosítékokat és a feltételeket a helyi piacok sajátosságaihoz igazítanák, és a szavazatsöbbségi részvényeket már alkalmazó piacok megőriznék rugalmasságukat.

Egy másik lehetőség (nem az előnyben részesített alternatíva) a szavazatelsőbbbségi részvények maximális harmonizációját írja elő, amelynek érdekében olyan részletes – többek között a kisebbségi befektetőknek és a társaságnak nyújtott biztosítékokra vonatkozó – szabályokat vezet be, mint például a szavazati jog korlátozására vonatkozó záradékok, a hatályvesztésre vonatkozó záradékok, az egy részvényhez kapcsolódó szavazatok számának korlátozását előíró rendelkezések, amelyek mindegyike a kisebbségi befektetők és a társaság e részvénystruktúrák indokolatlan hatásaival szembeni védelmére irányul. Ezenkívül e lehetőség szerint az uniós jog azt is előírná, hogy ki rendelkezhet szavazatelsőbbbségi részvényekkel, mely döntésekben vehetők figyelembe a többlétszavazati jogok, továbbá, hogy az ilyen részvények harmadik felekre átruházhatók-e, és ha igen, milyen feltételek mellett. Ez a lehetőség meglehetősen előíró jellegű lenne, mivel minden tagállamnak kötelezően ugyanazt a szigorú keretet kellene alkalmaznia, ugyanazokkal a biztosítékokkal együtt, és nem lenne biztosított a rugalmasság azon tagállamok számára, amelyek már rendelkeznek jól működő rendszerrel.

Ezért az előnyben részesített alternatíva nemcsak hatékony, hanem kifejezetten költséghatékonyabb is lenne az érdekelt felek, különösen a kibocsátók számára: A szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákkal már rendelkező tagállamoknak nem kellene módosítaniuk a szabályaikat, és az ezekben a tagállamokban működő vállalatoknak nem kellene alkalmazkodniuk egy új rendszerhez, és nem merülnének fel többletköltségeik. Egy sokkal előíróbb alternatív lehetőség (nem az előnyben részesített alternatíva) az EU egészében valószínűleg sokkal magasabb (kiigazítási) költségekkel járna mind a tagállamok, mind a kibocsátók számára. Bár az alternatív lehetőség keretében uniós szinten jobban meg lehet védeni a befektetők és a vállalatok érdekeit, ez a megoldás nem biztos, hogy megfelelő azon tagállamok számára, amelyekben a jelek szerint a fennálló (rugalmas) szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák nem érintik hátrányosan a befektetőket.

A javaslat várható közvetlen gazdasági hatás az lesz, hogy az uniós vállalkozások növekvő mértékben fordulnak az alternatív finanszírozási források felé. Azokban a tagállamokban, ahol az említett rendszerek nem megengedettek, a kibocsátókat a javaslat valószínűleg jobban ösztönzi a nyilvános tőkepiacokon való megjelenésre. Tehát a javaslat más ösztönző intézkedésekkel együtt összességében fokozza az EU-ban a nyilvános tőkepiaci kibocsátásokat, így általában véve hozzájárul az uniós tőkepiacok növekedéséhez.

Ami a környezeti hatásokat illeti, beleértve a jelentős károkozás elkerülését és az éghajlatvédelmi következetesség ellenőrzését is, a javaslat várhatóan közvetett pozitív környezeti hatással jár, mivel a nyilvános piacokról finanszírozásban részesülő vállalatok részt vehetnek az új környezetbarát technológiák fejlesztésében és innovációjában. Ezen túlmenően az egyedi biztosítékok bevezetésével minimálisra csökken az emberi jogi, éghajlati és környezeti szempontból esetleg káros következményekkel járó döntések vállalatokra gyakorolt hatása. A javaslat elősegítené a nyitottabb és versenyképesebb tőkepiacok kialakulását is, amely különösen az innovatív és kutatásintenzív ágazatokban működő, egyre nagyobb tőkeigényű, gyorsabban növekvő vállalkozások számára lenne előnyös. A finanszírozáshoz való jobb hozzáférés lehetővé teszi, hogy ezek a vállalatok gyorsabban növekedjenek, és több pénzügyi erőforrást fordítsanak olyan K+F-programokra, amelyek hozzájárulhatnak az európai zöld megállapodás célkitűzéseéhez.

A javaslat közvetett pozitív társadalmi hatással járhat, feltéve, hogy az előnyben részesített alternatíva eléri azt a célkitűzést, hogy hozzájáruljon a vállalatok nyilvános piacokhoz való hozzáféréseinek megkönnyítéséhez, ami lehetővé tenné a vállalatok számára a diverzifikáltabb és nagyobb finanszírozási források előnyeinek kihasználását, így a társadalmi innovációban való részvételt és több ember foglalkoztatását. Mivel a kezdeményezés különösen a kkv-kat célozza meg (néhány intézkedés közvetlenül nekik címzett), a foglalkoztatásra gyakorolt

(közvetett) hatás valószínűleg különösen releváns lesz. Napjainkban az EU-ban a kkv-k mintegy 100 millió embert foglalkoztatnak, az EU GDP-jének több mint felét adják, és a gazdaság minden ágazatában a hozzáadottérték-teremtés kulcsfontosságú szereplői³⁶. Fontos, hogy az uniós vállalkozások 99,8 %-a kkv³⁷. A finanszírozáshoz való testre szabottabb és szélesebb körű hozzáférésük biztosítása révén ezek a vállalatok most gyorsabb ütemben tudnak növekedni, ami az EU egészében pozitív hatással lesz a foglalkoztatásra. Így a javaslat – a kkv-k tőkepiaci finanszírozáshoz való hozzáférését megkönnyítő szélesebb körű csomag részeként – várhatóan pozitív hatással lesz az uniós munkaerőpiacra, és javítja a gazdasági kohéziót.

A javaslat valószínűleg közvetett pozitív hatást gyakorol majd a digitalizációra azáltal, hogy szélesebb körű és diverzifikáltabb finanszírozási forrásokat biztosít a tőkeintenzív projektek és vállalkozások számára, beleértve a digitalizációra és az innovációra összpontosító projekteket és vállalkozásokat is.

A hatásvizsgálat értelmében a javasolt intézkedéscsomag hozzá fog járulni a tőkepiaci unió azon átfogó céljához, hogy megkönnyítse a vállalkozások tőkepiacokhoz való hozzáférését. Ez az intézkedéscsomag az adminisztratív terhek csökkentésével és a likviditás javításával fogja támogatni az uniós kereskedési helyszíneken jegyzett vállalatokat. A hatásvizsgálat azonban azt is hangsúlyozza, hogy az e kezdeményezésben foglalt szabályozási intézkedések önmagukban nem vezetnének szükségszerűen az uniós nyilvános tőkepiacokra bevezetett szereplők számának növekedéséhez, mivel ez utóbbit számos különböző tényező befolyásolja.

- **Célravezető szabályozás és egyszerűsítés**

Az „egy be, egy ki” elv kapcsán nem állapítottak meg adminisztratív költségekre gyakorolt hatást, annak ellenére, hogy a kezdeményezés következtében várhatóan kiigazítási költségek merülnek fel. A vállalatok számára minimális közvetlen kiigazítási költségek merülhetnek fel annak biztosítása érdekében, hogy a tőzsdei bevezetés az új szabályok szerint – konkrétabban a hatályos befektetővédelmi biztosítékok megvalósítása mellett – történjen.

- **Alapjogok**

A javaslat tiszteletben tartja az Európai Unió Alapjogi Chartája által meghatározott alapjogokat és szabadságokat. E kezdeményezés szempontjából releváns a személyek, a szolgáltatások és a letelepedés szabadsága, amely az Európai Unióról szóló szerződés és az Európai Unió működéséről szóló szerződés által védett alapvető jogok és szabadságok egyike.

A javaslat érinti egyes részvényeseknek és a vállalatokban szavazati jogot gyakorló személyeknek, valamint a különleges ellenőrzési jogokat biztosító értékpapírok tulajdonosainak a magánélethez és a személyes adatok védelméhez való jogát. Az említett részvényesek és személyek kilétének közzétételét előíró rendelkezés célja a befektetői bizalom erősítése és a megalapozott befektetési döntéshozatal megkönnyítése, ami erősíti a befektetővédelmet, és fokozza a piac hatékonyságát. Mivel a befektető bárki lehet, ennek az információnak nyilvánosan hozzáférhetőnek kell lennie. A rendelkezés nem lépi túl a befektetők jól megalapozott döntéshozatalra irányuló érdekeinek védelméhez és a befektetői bizalom garantálásához szükséges mértéket. A javaslat továbbá csak azon részvényesek és személyek tekintetében írja elő a személyes adatok közzétételét, akik jelentős döntéshozatali jogkörrel rendelkeznek, vagy más módon gyakorolhatnak ellenőrzési jogot a vállalatokban.

³⁶ A Bizottság közleménye az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának – Kkv-stratégia a fenntartható és digitális Európáért, COM(2020) 103 final, 1. o.

³⁷ Eurostat, 2018. évi főbb adatok (europa.eu).

Ilyen közzététel hiányában a befektetők nem tudnának teljes körű tájékoztatáson alapuló befektetési döntéseket hozni.

4. KÖLTSÉGVETÉSI VONZATOK

A kezdeményezésnek nincsen figyelemre méltó hatása az uniós költségvetésre nézve.

5. EGYÉB ELEMEK

- **Végrehajtási tervek, valamint az ellenőrzés, az értékelés és a jelentéstétel szabályai**

A javaslat szerint és a Bizottságnak a minőségi jogalkotásra vonatkozó iránymutatásával összhangban 5 évvel az intézkedés végrehajtását követően értékelést végeznek. Az értékelés célja többek között annak vizsgálata, hogy az irányelv mennyire volt hatékony és eredményes a szakpolitikai célkitűzések elérése szempontjából, továbbá annak eldöntése, hogy szükség van-e új intézkedésekre vagy módosításokra. A tagállamok megküldik az említett értékelés elkészítéséhez szükséges információkat a Bizottságnak.

- **A javaslat egyes rendelkezéseinek részletes magyarázata**

Az 1. cikk meghatározza a tárgyat. Az 1. cikk kimondja, hogy ez az irányelv csak a szavazatelsőbbbségi részvénytörvények olyan vállalatok általi elfogadására vonatkozik, amelyek első alkalommal kívánnak egy vagy több tagállam kkv-tőkefinanszírozási piacára lépni.

A 2. cikk meghatározza az ezen irányelvben használt fogalmakat, beleértve a „társaság”, a „szavazatelsőbbbségi részvénytörvények”, a „szavazatelsőbbbségi részvények” és a „kkv-tőkefinanszírozási piac” fogalmát.

A 3. cikk egyértelművé teszi, hogy ez az irányelv minimális harmonizációs irányelv, és hogy a tagállamok elfogadhatnak vagy fenntarthatnak olyan nemzeti rendelkezéseket, amelyek lehetővé teszik a vállalatok számára, hogy az ezen irányelv hatálya alá nem tartozó helyzetekben szavazatelsőbbbségi részvénytörvényeket fogadjanak el.

A 4. cikk rögzíti azt az elvet, hogy a tagállamoknak biztosítaniuk kell a vállalatok számára a szavazatelsőbbbségi részvénytörvények kialakításának lehetőségét, amikor a vállalatok első alkalommal kívánják részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon történő kereskedelemre bevezetni. A 4. cikk azt is biztosítja, hogy a tagállamok rugalmasságot biztosítsanak a vállalatok számára ahhoz, hogy a részvényeik kereskedelemre történő bevezetését megelőzően szavazatelsőbbbségi részvénytörvényeket fogadjanak el. Ezekben az esetekben a tagállamok előírhatják, hogy a több szavazatra jogosító részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogok csak a szabályozott piacra történő bevezetést követően érvényesíthetők.

Az 5. cikk előírja a tagállamok azon kötelezettségét, hogy biztosítsák a részvényesekkel szembeni tisztességes és egyenlő bánásmódot, és megfelelő biztosítékok bevezetésével gondoskodjanak a vállalat és azon részvényesek érdekeinek megfelelő védelméről, akik nem rendelkeznek szavazatelsőbbbségi részvényekkel. E célból az 5. cikk a biztosítékokkal kapcsolatban minimális szintű harmonizáció érdekében előírja, hogy a tagállamoknak a cikkben felsorolt egyes, meghatározott biztosítékokat alkalmazniuk kell. Az 5. cikk felsorolja azokat a további biztosítékokat is, amelyeket a tagállamok e célból mérlegelhetnek.

A 6. cikk a szavazatelsőbbbségi részvénytörvényeket bevezető vállalatokra vonatkozóan olyan közzétételi követelményeket határoz meg, amelyek a vállalat részvényeinek kereskedelemre történő bevezetésekor, majd pedig évente ismétlődően alkalmazandók. E követelmények magukban foglalják a vállalat részvénytörvényének szerkezetére, a szavazatelsőbbbségi

részvények jellemzőire, valamint a vállalaton belüli egyéb, ellenőrzést erősítő mechanizmusok meglétére vonatkozó információkat.

A 7. cikk ezen irányelv felülvizsgálatára vonatkozó rendelkezést tartalmaz.

A 8. cikk rögzíti az irányelv átültetésére vonatkozó rendelkezéseket.

A 9. cikk meghatározza ezen irányelv hatálybalépésének időpontját.

A 10. cikk meghatározza az irányelv címzettjeit.

Javaslat

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS IRÁNYELVE**a részvényeiket a kkv-tőkefinanszírozási piacokon történő kereskedésre bevezetni kívánó vállalatok szavazatsöbbségi részvénystruktúráiról**

(EGT-vonatkozású szöveg)

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS AZ EURÓPAI UNIÓ TANÁCSA,

tekintettel az Európai Unió működéséről szóló szerződésre és különösen annak 50. cikke (1) bekezdésére, 50. cikke (2) bekezdésének g) pontjára és 114. cikkére,

tekintettel az Európai Bizottság javaslatára,

a jogalkotási aktus tervezete nemzeti parlamenteknek való megküldését követően,

tekintettel az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleményére³⁸,

rendes jogalkotási eljárás keretében,

mivel:

- (1) A kkv-tőkefinanszírozási piacok vonzerejének növelése és az egységes piacon történő kereskedésre bevezetést kérő vállalatok közötti egyenlőtlenségek csökkentése érdekében fel kell számolni az ilyen piacokhoz való hozzáférés szabályozási akadályokból eredő korlátait. A vállalkozások számára lehetővé kell tenni, hogy a fejlődési szakaszuknak legjobban megfelelő irányítási struktúrákat válasszanak, többek között azáltal, hogy a kkv-tőkefinanszírozási piacokra való belépést követően e vállalatok többségi részvényesei számára biztosítható legyen a vállalkozás feletti ellenőrzés megtartása, miközben élvezik az említett piacokon folytatott kereskedéshez kapcsolódó előnyöket, feltéve, hogy a kisebbségi részvényesek jogai továbbra is biztosítottak.
- (2) A többségi részvényeseket a kkv-tőkefinanszírozási piacokhoz való hozzáféréstől visszatartó egyik fő tényező a vállalat feletti ellenőrzés elvesztésétől való félelem. A szabályozott piacra történő bevezetés általában a többségi részvényesek tulajdonlásának felhígulásával jár, ami csökkenti a vállalatot érintő fontos befektetési és működési döntésekre gyakorolt befolyásukat. A vállalat feletti ellenőrzés fenntartása különösen fontos lehet az induló vállalkozások és a hosszú távú, jelentős kezdeti költségigényű projektekkel rendelkező vállalkozások számára, mivel lehetséges, hogy a piaci ingadozásoknak való túlzott kitettség nélkül kívánnak a jövőkéjükre összpontosítani.
- (3) A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák olyan hatékony mechanizmust biztosítanak, amely lehetővé teszi, hogy a többségi részvényesek megtartsák döntéshozatali jogkörüket a vállalatban, miközben forrásokat vonnak be a nyilvános tőkepiacokon. A szavazatsöbbségi részvénystruktúrák az ellenőrzést erősítő mechanizmus olyan

³⁸

HL C [...], [...], [...]. o.

formáját jelentik, amelyben legalább két, eltérő számú szavazatra jogosító részvényosztály található. Az ilyen rendszerek keretében legalább az egyik részvényosztály alacsonyabb szavazati értékkel rendelkezik, mint a szavazati joggal bíró másik (vagy többi) részvényosztály. A magasabb szavazati értékű részvény a szavazats többségi részvény.

- (4) A szavazats többségi részvénystruktúrákon kívül léteznek más, az ellenőrzést erősítő, a szavazati jog kihasználását lehetővé tevő mechanizmusok is. Ilyen lehetséges mechanizmus a szavazati joggal nem rendelkező részvény, a szavazati joggal nem rendelkező elsőbbségi részvény és a szavazati jogok felső határa. Ezek az alternatív ellenőrzés-erősítő mechanizmusok azonban – mivel merevebb struktúrájuk – a gazdasági érdek és a szavazati jogok kisebb mértékű elhatárolása miatt korlátozhatják azt a tőkeösszeget, amelyet a vállalkozás a kkv-tőkefinanszírozási piacra történő bevezetéskor bevonhat.
- (5) A hűség részvények, a szavazats többségi részvényekhez hasonlóan, többlet szavazati jogot biztosítanak a részvényes számára. A részvényes a hűség részvényekhez kapcsolódóan többlet szavazati jogokat szerezhet, ha a részvényt meghatározott ideig birtokolja, és megfelel bizonyos feltételeknek. A hűség részvények olyan ellenőrzést erősítő mechanizmust jelentenek, amelynek célja a részvényesek stabilabb, hosszú távra szóló tulajdonlásának előmozdítása ahelyett, hogy a nyilvános tőkepiacokról történő forrásbevonást tennék vonzóbbá. Nem indokolt tehát a hűség részvényeket ezen irányelv hatálya alá vonni.
- (6) A szavazats többségi részvényekre vonatkozó nemzeti rendelkezések tagállamonként jelentősen eltérőek. Egyes tagállamok engedélyezik, mások pedig tiltják a szavazats többségi részvénystruktúrákat. A szavazats többségi részvények tilalma egyes tagállamokban az állami vállalatokra korlátozódik, míg más tagállamokban minden vállalatra vonatkozik. A nemzeti rendszerek közötti különbségek akadályozzák a belső piacon a tőke szabad mozgását. Ezenkívül az egységes szabályozás hiánya egyenlőtlen versenyfeltételeket teremt a különböző tagállamokban működő vállalkozások számára. A szavazats többségi részvénystruktúrákat tiltó tagállamokban működő vállalatoknak – ha szavazats többségi részvényeket kívánnak kereskedésre bevezetni – másik tagállamba vagy akár az Unión kívülre kell települniük, és így magasabb költségekkel kell számolniuk. Egyes esetekben a magasabb költségek miatt a vállalatok dönthetnek úgy, hogy nem vonnak be forrásokat a nyilvános tőkepiacokon, ami korlátozhatja finanszírozási lehetőségeiket. Ezek a megfontolások különösen fontosak a kkv-k és az induló vállalkozások számára, amelyek nem rendelkeznek az említett költségek fedezéséhez szükséges pénzügyi forrásokkal.
- (7) A tagállamoknak lehetővé kell tenniük a vállalatok számára, hogy olyan szavazats többségi részvénystruktúrákat vezessenek be, amelyek lehetővé teszik a kkv-tőkefinanszírozási piacokra való bevezetésüket, de a többségi részvényeseiknek nem kell lemondaniuk az irányításról. Míg a szabályozott piacra történő bevezetés alkalmasabb a nagyobb és érettebb vállalatok számára, a kkv-tőkefinanszírozási piacok általában megfelelőbbek a kkv-k számára. A kkv-tőkefinanszírozási piacokat eredetileg a kkv-k számára fenntartott, és szabályozási szempontból a kkv-k sajátosságaihoz igazodó kereskedési helyszínekként alakították ki. A kkv-tőkefinanszírozási piacokon azonban nemcsak kkv-k értékpapírjait jegyzik. A

2014/65/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv³⁹ előírja, hogy a kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedésre bevezetett pénzügyi eszközök kibocsátóinak legalább 50 %-a kkv legyen. A nem kkv formában működő vállalatok általában likvidebb értékpapírokkal rendelkeznek, ezért a kkv-tőkefinanszírozási piacokra való bevezetésük lehetővé teszi, hogy az ilyen piacok az üzleti modelljük jövedelmezőségének fenntartása érdekében magasabb kereskedési díjakat generáljanak. Mindazonáltal annak érdekében, hogy a befektetők számára az egyértelműség biztosított legyen, a kkv-tőkefinanszírozási piacokon jelenleg minden kibocsátóra – méretétől függetlenül – ugyanazok a szabályok vonatkoznak. Ezért indokolt a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák bevezetését minden olyan vállalat számára lehetővé tenni, amelyek először kívánnak részvényeikkel a kkv-tőkefinanszírozási piacokra lépni.

- (8) Lehetővé kell tenni, hogy a tagállamok olyan nemzeti rendelkezéseket vezessenek be vagy tartsanak hatályban, amelyek biztosítják a vállalatok számára, hogy az említett rendszereket a részvények kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedésre történő első bevezetésén kívüli célokból is alkalmazzák. Ennek keretében biztosítani kell, hogy a vállalatok a tőzsdei bevezetés után, kkv-tőkefinanszírozási piacként nem bejegyzett multilaterális kereskedési rendszerbe történő belépéskor vagy valamely szabályozott piacon való megjelenéskor szavazatelsőbbbségi részvényeket vezethessenek be, illetve lehetővé kell tenni a zártkörű társaságok számára a szavazatelsőbbbségi részvények bevezetését, függetlenül attól, hogy kívánnak-e a részvényeikkel szabályozott piacon kereskedni. Idetartozhatnak azok az esetek is, amikor a vállalatok – a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák fenntartása mellett – a részvénykereskedésük helyszínét kkv-tőkefinanszírozási piacról szabályozott piacra helyezik át.
- (9) A vállalatok a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat új részvénykibocsátással vagy más típusú vállalati ügylettel – például a már kibocsátott részvények átalakításával – hozhatják létre. Lehetővé kell tenni, hogy a vállalatok rugalmasan választhassák ki azt a vállalati ügylettípust, amely a nemzeti joggal összhangban a legmegfelelőbb a több szavazatra jogosító részvények rendszerének kialakításához. Ezen túlmenően a vállalatok számára a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák bevezetését illetően az időzítés terén is rugalmasságot kell biztosítani, feltéve, hogy az említett struktúrákat a részvények kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedésre történő első bevezetése érdekében hozzák létre. A tagállamok nem akadályozhatják meg, hogy a vállalatok a részvények kereskedésre történő bevezetését megelőzően hozzanak létre szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat. Biztosítani kell azonban azt a lehetőséget, hogy a tagállamok a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó, a más osztályba tartozó részvényekhez képest többlet szavazati jogok gyakorlását ahhoz a feltételhez kössék, hogy a részvényeket egy vagy több tagállamban kkv-tőkefinanszírozási piacon való kereskedésre kell bevezetni. Ebben az esetben és a kereskedésre történő bevezetésig a szavazatelsőbbbségi részvényekhez a vállalat más részvényosztályaival azonos szavazati jogoknak kell kapcsolódniuk. Ez biztosítaná, hogy a több szavazatra jogosító részvények kifejezetten a kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedésre történő első bevezetést mozdítsák elő.
- (10) Mivel a vállalatban a nem többségi részvényesek a befektetéseikhez képest csökkent mértékű szavazati joggal rendelkeznek, a szavazatelsőbbbségi részvények rendszere

³⁹ Az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelve (2014. május 15.) a pénzügyi eszközök piacairól, valamint a 2002/92/EK irányelv és a 2011/61/EU irányelv módosításáról (HL L 173., 2014.6.12., 349. o.).

állandó ellenőrzést biztosíthat a vállalat többségi részvényesei számára, és ezáltal a többségi részvényesek „beágyazódásához” vezethet. Ez növelheti annak kockázatát, hogy a többségi részvényesek az irányításból magánhasznot húznak. E kockázatok kezelése érdekében szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat csak a kisebbségi részvényesek védelmét szolgáló biztosítékokkal együtt szabad bevezetni.

- (11) A szavazatelsőbbbségi részvényeket engedélyező tagállamok biztosítékokat írnak elő a kisebbségi részvényesek és a vállalat érdekeinek védelmére. A meglévő biztosítékok azonban a nemzeti sajátosságok és a társasági jogi előírások különbözőségei miatt tagállamonként eltérőek. Tekintettel a belső piac – különösen az Európai Unió működéséről szóló szerződés 50. cikke (2) bekezdésének g) pontjában meghatározott – célkitűzéseire, a tagállamoknak biztosítaniuk kell, hogy a kisebbségi részvényesek és a vállalat érdekeinek védelme tekintetében a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrára vonatkozóan a nemzeti jogukban összehangolt megközelítést alkalmaznak. Ez magában foglalja az olyan döntésekkel szembeni védelmet is, amelyek az emberi jogokra, az éghajlatváltozásra és a környezetre nézve kockázatot jelentenek vagy káros következményekkel járnak. Az összehangolt megközelítés értelmében valamennyi tagállamnak garantálnia kell, hogy a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat elfogadó, illetve a szavazati jogokra gyakorolt hatás esetén annak módosítására vonatkozó döntést a részvényesek közgyűlése minősített többséggel hozza meg. Továbbá, a tagállamoknak korlátozniuk kell a szavazatelsőbbbségi részvények szavazati súlyát azáltal, hogy korlátozásokat írnak elő vagy a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúra kialakítására vonatkozóan, vagy – bizonyos határozatok elfogadása esetére – a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok gyakorlása tekintetében. A szavazati jogok gyakorlásának korlátozása úgy hajtható végre, hogy a minősített többséggel történő jóváhagyáshoz mind a részvényesek közgyűlésén leadott szavazatok, mind pedig a részvényesek közgyűlésén képviselt részvénytőke minősített többségének meglétét kell előírni.
- (12) A tagállamok számára lehetővé kell tenni, hogy a kisebbségi részvényesek és a vállalat érdekeinek megfelelő védelme érdekében szükség esetén további biztosítékokat vezessenek be. A tagállamoknak értékelniük kell a további biztosítékok megfelelőségét annak fényében, hogy azok mennyire hatékonyan védik a kisebbségi részvényesek és a vállalat érdekeit, ugyanakkor biztosítaniuk kell, hogy ezek a biztosítékok ne hiúsítsák meg a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák célját, vagyis azt, hogy a vállalat többségi részvényesei képesek legyenek befolyásolni a fontos döntéseket, beleértve az igazgatók kinevezését is.
- (13) A kibocsátókra vonatkozó pontos, átfogó és időszerű információk közzététele erősíti a befektetői bizalmat, és lehetővé teszi a megalapozott befektetési döntéshozatalt. Az ilyen megalapozott befektetési döntéshozatal a befektetővédelmet és a piac hatékonyságát egyaránt fokozza. A tagállamoknak ezért elő kell írniuk a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrával rendelkező vállalatok számára, hogy a szabályozott piacra történő bevezetés időpontjában, valamint rendszeres időközönként az éves pénzügyi beszámolóban részletes információkat tegyenek közzé a részvénytársaságukról és vállalatirányítási rendszerükről. Az ilyen információknak tartalmazniuk kell, hogy vannak-e korlátozások az értékpapírok birtoklására vonatkozóan, beleértve azt is, hogy az értékpapírok átruházásához szükség van-e vagy a vállalat vagy más értékpapír-birtokosok jóváhagyására. Közölni kell továbbá azt is, hogy bármely módon korlátozzák-e a szavazati jogokat, ideértve a meghatározott részesedéshez vagy szavazatszámhoz kapcsolódó korlátozást, a szavazati jogok gyakorlására vonatkozó határidőket, vagy olyan rendszereket, amelyek által az

értékpapírokhoz fűződő pénzügyi előnyök elkülönülnek az értékpapírok birtoklásától. Ezen túlmenően ezeknek a társaságoknak nyilvánosságra kell hozniuk a szavazatsöbbségi részvények tulajdonosainak, a nevükben szavazati jogok gyakorlására jogosult természetes személyeknek, valamint a különleges ellenőrzési jogokat gyakorló személyeknek a kilétét annak érdekében, hogy a befektetők, mint a nyilvánosság részét képező személyek, számára átláthatóvá tegyék a társaság végső tulajdonosi szerkezetét, és azt, hogy kik gyakorolnak tényleges befolyást a társaságra. Ez lehetővé tenné a befektetők számára, hogy megalapozott döntéseket hozzanak, és ezáltal megerősítené a jól működő tőkepiacokba vetett bizalmukat.

- (14) Mivel ezen irányelv céljait – vagyis a vállalkozások finanszírozási lehetőségeinek bővítését és kkv-tőkefinanszírozási piacok vonzóbbá tételét – a tagállamok nem tudják kielégítően és megfelelő időben megvalósítani, az Unió szintjén azonban az intézkedések hatóköre és hatásai miatt e célok hatékonyabban és gyorsan megvalósíthatók, az Unió intézkedéseket hozhat az Európai Unióról szóló szerződés 5. cikkében foglalt szubszidiaritás elvének megfelelően. Az említett cikkben foglalt arányosság elvének megfelelően ez az irányelv nem lépi túl az e célkitűzések eléréséhez szükséges mértéket.
- (15) A piaci fejlemények és az uniós jog más területein bekövetkezett változások, illetve az ezen irányelv végrehajtásával kapcsolatos tagállami tapasztalatok figyelembevétele érdekében a Bizottságnak az átültetés időpontját követő 5 év elteltével felül kell vizsgálnia ezt az irányelvet.
- (16) A tagállamoknak és a Bizottságnak a magyarázó dokumentumokról szóló, 2011. szeptember 28-i együttes politikai nyilatkozatával⁴⁰ összhangban a tagállamok vállalták, hogy az átültető intézkedéseikről szóló értesítéshez indokolt esetben egy vagy több olyan dokumentumot mellékelnek, amely megmagyarázza az irányelv elemei és az azt átültető nemzeti jogi eszközök megfelelő részei közötti kapcsolatot. Ezen irányelv tekintetében a jogalkotó úgy ítéli, hogy indokolt ilyen dokumentumok átadása.
- (17) Az (EU) 2018/1725 európai parlamenti és tanácsi rendelet⁴¹ 42. cikkének (1) bekezdésével összhangban a Bizottság egyeztetett az európai adatvédelmi biztossal, aki [2022/2023. XX XX-án/-én] véleményt nyilvánított⁴²,

ELFOGADTA EZT AZ IRÁNYELVET:

1. cikk

Tárgy

Ez az irányelv közös szabályokat állapít meg az olyan társaságok szavazatsöbbségi részvénystruktúráira vonatkozóan, amelyek a részvényeiket egy vagy több tagállamban kkv-tőkefinanszírozási piacokon való kereskedésre kívánják bevezetni, és nem rendelkeznek valamely kereskedési helyszínen kereskedésre már bevezetett részvényekkel.

⁴⁰ HL C 369., 2011.12.17., 14. o.

⁴¹ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2018/1725 rendelete (2018. október 23.) a természetes személyeknek a személyes adatok uniós intézmények, szervek, hivatalok és ügynökségek általi kezelése tekintetében való védelméről és az ilyen adatok szabad áramlásáról, valamint a 45/2001/EK rendelet és az 1247/2002/EK határozat hatályon kívül helyezéséről (EGT-vonatkozású szöveg.) (HL L 295., 2018.11.21., 39. o.).

⁴² [KIADÓHIVATAL: lábjegyzet, amint az rendelkezésre áll].

2. cikk

Fogalommeghatározások

Ezen irányelv alkalmazásában:

- a) „társaság”: az (EU) 2017/1132 irányelv I. mellékletében felsorolt társasági formák egyikeként bejegyzett jogalany;
- b) „szavazatelsőbbbségi részvények”: külön osztályba tartozó olyan részvények, amelyek a részvényesek közgyűlésén eldöntendő kérdésekben a szavazati jogot biztosító többi részvényosztályhoz képest többlet szavazati jogokat biztosítanak;
- c) „szavazatelsőbbbségi részvénystruktúra”: olyan társasági részvénytörvény, amely legalább egy, szavazatelsőbbbségi részvényekből álló részvényosztályt tartalmaz;
- d) „kereskedési helyszín”: a 2014/65/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 24. pontja szerinti kereskedési helyszín;
- e) „kkv-tőkefinanszírozási piac”: a 2014/65/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 12. pontjában meghatározott kkv-tőkefinanszírozási piac;
- f) „súlyozott szavazati arány”: a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó szavazatok és a legkisebb szavazati jogot biztosító részvényekhez kapcsolódó szavazatok aránya.

3. cikk

A szavazatelsőbbbségi részvényekre vonatkozó nemzeti rendelkezések bevezetése vagy hatályban tartása

A tagállamok bevezethetnek vagy hatályban tarthatnak olyan nemzeti rendelkezéseket, amelyek lehetővé teszik a társaságok számára, hogy az ezen irányelv hatálya alá nem tartozó helyzetekben szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat fogadjanak el.

4. cikk

Szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák elfogadása

- (1) A tagállamok biztosítják, hogy azok a társaságok, amelyek nem rendelkeznek kereskedési helyszíneken kereskedésre bevezetett részvényekkel, jogosultak legyenek a részvények egy vagy több tagállam kkv-tőkefinanszírozási piacain való kereskedésre történő bevezetése céljából szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrákat bevezetni. A tagállamok nem akadályozhatják meg egy társaság részvényeinek a kkv-tőkefinanszírozási piacon való kereskedésre történő bevezetését azon az alapon, hogy a társaság szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrát fogadott el.
- (2) Az (1) bekezdésben említett jog magában foglalja annak a jogát, hogy szavazatelsőbbbségi részvénystruktúra a részvények kkv-tőkefinanszírozási piacon való kereskedésre történő bevezetését megelőzően is elfogadható.
- (3) A tagállamok a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogok gyakorlását ahhoz a feltételhez köthetik, hogy a részvényeket egy vagy több tagállam kkv-tőkefinanszírozási piacain való kereskedésre bevezessék.

A társaság részvényeseivel szembeni tisztességes és megkülönböztetésmentes bánásmódra vonatkozó biztosítékok

- (1) A tagállamok megfelelő biztosítékok nyújtásával biztosítják a részvényesekkel szembeni tisztességes és megkülönböztetésmentes bánásmódot, valamint a szavazatelsőbbbségi részvényekkel nem rendelkező részvényesek és a társaság érdekeinek megfelelő védelmét. E célból a tagállamok a következők mindegyikét megteszik:

- a) biztosítják, hogy a társaság szavazatelsőbbbségi részvénystruktúra elfogadására vonatkozó döntését, valamint az ilyen részvénystruktúra szavazati jogokat érintő módosítására irányuló későbbi döntését az adott társaság részvényeseinek közgyűlése hozza meg, és azt a nemzeti jogban meghatározott minősített többséggel hagyják jóvá.

E pont alkalmazásában, több részvényosztály esetén, az ilyen döntésekről külön szavazást kell tartani minden olyan részvényesi osztály esetében, amelynek jogait a döntés érinti;

- b) korlátozzák a szavazatelsőbbbségi részvények szavazati súlyának az egyéb részvényesek jogainak különösen a közgyűléseken történő gyakorlására kifejtett hatását a következők bármelyikének bevezetésével:

- i. maximális súlyozott szavazati arány és a forgalomban lévő részvények által megtestesített tőke azon maximális százalékos arányára vonatkozó követelmény, amelyet a szavazatelsőbbbségi részvények teljes összege képviselhet;
- ii. a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogok gyakorlásának korlátozása a részvényesek közgyűlése által eldöntendő és minősített többség általi jóváhagyást igénylő ügyekben történő szavazáskor.

- (2) A tagállamok további biztosítékokat írhatnak elő a részvényesek és a társaság érdekeinek megfelelő védelme érdekében. Ilyen biztosítékok lehetnek különösen az alábbiak:

- a) olyan rendelkezés, amely megakadályozza, hogy a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogokat harmadik felekre ruházzák át, vagy azok a szavazatelsőbbbségi részvények eredeti birtokosának halála, cselekvőképtelensége vagy nyugdíjazása esetén is fennmaradjanak (átruházáson alapuló hatályvesztésre vonatkozó rendelkezés);
- b) olyan rendelkezés, amely megakadályozza, hogy a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogok egy meghatározott időszak után is fennmaradjanak (időalapú hatályvesztésre vonatkozó rendelkezés);
- c) olyan rendelkezés, amely megakadályozza, hogy a szavazatelsőbbbségi részvényekhez kapcsolódó többlet szavazati jogok egy meghatározott esemény bekövetkezésekor is fennmaradjanak (eseményalapú hatályvesztésre vonatkozó rendelkezés);
- d) annak biztosítására vonatkozó követelmény, hogy a többlet szavazati jogok alkalmazásával ne lehessen megakadályozni a részvényesek közgyűlése azon határozatainak elfogadását, amelyek célja a társaság működésével

kapcsolatosan az emberi jogokra és a környezetre gyakorolt káros hatások megelőzése, csökkentése vagy megszüntetése.

6. cikk

Átláthatóság

- (1) A tagállamok biztosítják, hogy azok a szavazatelsőbbbségi részvénytörvénystruktúrával rendelkező társaságok, amelyek részvényeivel kkv-tőkefinanszírozási piacokon kereskednek vagy fognak kereskedni, az (EU) 2017/1129 európai parlamenti és tanácsi rendelet⁴³ [15a. cikkében említett, növekvő vállalatok uniós kibocsátási dokumentumában] vagy a 2014/65/EU irányelv 33. cikke (3) bekezdésének c) pontjában említett bevezetési dokumentumban, valamint a társaságnak az (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló bizottsági rendelet⁴⁴ 78. cikke (2) bekezdésének g) pontjában említett éves pénzügyi beszámolójában részletes információkat tegyenek közzé az alábbiak mindegyikéről:
- a) tőkeszerkezetük – beleértve azokat az értékpapírokat is, amelyeket nem vezettek be valamely tagállam kkv-tőkefinanszírozási piacán való kereskedelemre –, feltüntetve a különböző részvényosztályokat és – minden részvényosztály vonatkozásában – a hozzájuk kapcsolódó jogokat és kötelezettségeket, valamint a teljes részvénytőkének és az összes szavazati jognak az adott részvényosztály által képviselt százalékos arányát;
 - b) az értékpapírok átruházására vonatkozó korlátozások, beleértve a részvényesek közötti, a társaság által ismert olyan megállapodásokat is, amelyek az értékpapírok átruházására vonatkozó korlátozásokat eredményezhetnek;
 - c) a különleges ellenőrzési jogokat biztosító értékpapírok birtokosainak személyazonossága, és e jogok leírása;
 - d) a szavazati jogokra vonatkozó korlátozások, beleértve a részvényesek közötti, a társaság által ismert olyan megállapodásokat is, amelyek a szavazati jogokra vonatkozó korlátozásokat eredményezhetnek;
 - e) a szavazatelsőbbbségi részvényekkel rendelkező részvényesek és adott esetben a szavazati jogoknak az ilyen részvényesek nevében történő gyakorlására jogosult természetes vagy jogi személyek személyazonossága.
- (2) Amennyiben a szavazatelsőbbbségi részvények tulajdonosai vagy a nevükben szavazati jog gyakorlására jogosult személyek, illetve a különleges ellenőrzési jogokat biztosító értékpapírok tulajdonosai természetes személyek, személyazonosságuk nyilvánosságra hozatala csak a nevük közlését teszi szükségessé.

⁴³ Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1129 rendelete (2017. június 14.) az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételkor vagy értékpapíroknak a szabályozott piacra történő bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról és a 2003/71/EK irányelv hatályaon kívül helyezéséről (HL L 168., 2017.6.30., 12. o.).

⁴⁴ A Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete (2016. április 25.) a 2014/65/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a befektetési vállalkozások szervezeti követelményei és működési feltételei, valamint az irányelv alkalmazásában meghatározott kifejezések tekintetében történő kiegészítéséről (HL L 87., 2017.3.31., 1. o.).

7. cikk

Felülvizsgálat

A Bizottság [a hatálybalépést követő öt év]-ig jelentést nyújt be az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak ezen irányelv végrehajtásáról és hatásáról. E célból a tagállamok [a hatálybalépést követő négy év]-ig tájékoztatják a Bizottságot különösen a következőkről:

- a) a kereskedelemre bevezetett, szavazatelsőbbbségi részvényekkel rendelkező társaságok száma;
- b) az az ágazat, amelyben az a) pontban említett társaságok működnek, valamint a kibocsátás időpontjában fennálló kapitalizációjuk;
- c) az a) pontban említett társaságok által a szavazatelsőbbbségi részvénystruktúrák tekintetében alkalmazott befektetővédelmi biztosíték.

8. cikk

Átültetés

- (1) A tagállamok hatályba léptetik azokat a törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezéseket, amelyek szükségesek ahhoz, hogy az irányelv hatályba lépésének dátumát követő 2 éven belül megfeleljenek ennek az irányelvnek. Erről haladéktalanul tájékoztatják a Bizottságot. A tagállamok által elfogadott rendelkezéseknek hivatkozniuk kell erre az irányelvre, vagy a hivatalos kihirdetésük alkalmával ilyen hivatkozással együtt kell megjeleníteniük. A hivatkozás módját a tagállamok határozzák meg.
- (2) A tagállamok közlik a Bizottsággal nemzeti joguk azon főbb rendelkezéseinek szövegét, amelyeket az ezen irányelv által szabályozott területen fogadnak el.

9. cikk

Hatálybalépés

Ez az irányelv az *Európai Unió Hivatalos Lapjában* való kihirdetését követő huszadik napon lép hatályba.

10. cikk

Címzettek

Ennek az irányelvnek a tagállamok a címzettjei.

Kelt Brüsszelben, -án/-én.

az Európai Parlament részéről
az elnök
[...]

a Tanács részéről
az elnök
[...]