

Bruksela, 16 grudnia 2022 r.
(OR. en)

16168/22

Międzyinstytucjonalny numer
referencyjny:
2022/0406 (COD)

DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052

WNIOSEK

Od:	Sekretarz generalna Komisji Europejskiej (podpisała dyrektor Martine DEPREZ)
Data otrzymania:	8 grudnia 2022 r.
Do:	Thérèse BLANCHET, sekretarz generalna Rady Unii Europejskiej
Nr dok. Kom.:	COM(2022) 761 final
Dotyczy:	Wniosek dotyczący DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument COM(2022) 761 final.

Załącznik: COM(2022) 761 final



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 7.12.2022 r.
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Wniosek

DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

**w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach
ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

UZASADNIENIE

1. KONTEKST WNIOSKU

• Przyczyny i cele wniosku

Niniejszy wniosek jest częścią pakietu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego, obejmującego zestaw środków mających na celu zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych dla przedsiębiorstw z UE oraz ułatwienie małym i średnim przedsiębiorstwom (MŚP) dostępu do kapitału. Niniejszy wniosek jest zgodny z głównym celem unii rynków kapitałowych, jakim jest poprawa dostępu unijnych przedsiębiorstw do rynkowych źródeł finansowania na każdym etapie ich rozwoju, w tym również mniejszych przedsiębiorstw. Spółki giełdowe często wyprzedzają przedsiębiorstwa prywatne pod względem wzrostu przychodów rocznych i liczby tworzonych miejsc pracy. Dzięki dopuszczeniu do obrotu giełdowego na rynkach publicznych przedsiębiorstwa mogą poszerzyć bazę inwestorów, zmniejszyć swoją zależność od kredytów bankowych, uzyskać łatwiejszy dostęp do dodatkowego kapitału własnego i finansowania dłużnego (poprzez oferty wtórne), zwiększyć swoje znaczenie na rynku i poprawić rozpoznawalność marki.

Od publikacji pierwszego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych w 2015 r. osiągnięto postępy w dążeniu do zapewnienia przedsiębiorstwom, w szczególności MŚP, łatwiejszego i tańszego dostępu do rynków publicznych. W styczniu 2018 r. drugą dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II)¹ wprowadzono nową kategorię wielostronnych platform obrotu (MTF) – rynki rozwoju MŚP – aby zachęcić MŚP do wchodzenia na rynki kapitałowe². W 2019 r. przedstawiono nowe przepisy UE mające na celu ograniczenie biurokracji i zmniejszenie obciążeń regulacyjnych przedsiębiorstw notowanych na rynkach rozwoju MŚP, przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku³. Pomimo wprowadzonych zmian zainteresowane strony nadal argumentują, że konieczne są dalsze działania regulacyjne, aby usprawnić proces dopuszczania do obrotu giełdowego oraz zapewnić, by był on bardziej elastyczny dla emitentów. W nowym planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych, przyjętym we wrześniu 2020 r., ogłoszono, że „[a]by promować dostęp małych i innowacyjnych przedsiębiorstw do zróżnicowanych źródeł finansowania, Komisja będzie dążyć do uproszczenia zasad notowania na rynkach publicznych”. W związku z tym oraz opierając się na rozporządzeniu (UE) 2019/2115, Komisja ustanowiła grupę zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP, która potwierdziła opinie zainteresowanych stron dotyczące potrzeby podjęcia dalszych działań ustawodawczych, aby wesprzeć przedsiębiorstwa, w szczególności MŚP, w procesie dopuszczania do obrotu giełdowego.

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych i zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

² Aby MTF kwalifikowała się jako rynek rozwoju MŚP, co najmniej 50 % emitentów, których instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu na danej MTF, muszą stanowić MŚP spełniające definicję zawartą w MiFID II, tj. będące przedsiębiorstwami o średniej rynkowej kapitalizacji mniejszej niż 200 mln EUR (zob. motyw 132 MiFID II). Aby zapewnić odpowiedni poziom ochrony inwestorów, zasady notowania na rynkach rozwoju MŚP muszą również gwarantować spełnienie określonych standardów jakościowych, w tym sporządzanie odpowiedniego dokumentu o dopuszczeniu do obrotu (gdy prospekt nie jest wymagany) oraz przedkładanie okresowego sprawozdania finansowego. Ramy rynku rozwoju MŚP zostały opracowane w celu lepszego uwzględnienia szczególnych potrzeb MŚP, które po raz pierwszy wchodzi na rynek akcji i obligacji.

³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniające dyrektywę 2014/65/UE oraz rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP (Dz.U. L 320 z 11.12.2019, s. 1).

W swoim sprawozdaniu końcowym z maja 2021 r. grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP przedstawiła 12 zaleceń dotyczących zmiany ram dopuszczania do obrotu giełdowego zarówno na rynkach regulowanych, jak i na rynkach rozwoju MŚP⁴.

15 września 2021 r. przewodnicząca Ursula von der Leyen zapowiedziała w swoim liście intencyjnym⁵ skierowanym do Parlamentu i prezydencji w Radzie UE wniosek ustawodawczy mający na celu ułatwienie MŚP dostępu do kapitału, który to wniosek został włączony do programu prac Komisji na rok 2022⁶.

Decyzja przedsiębiorstwa o wejściu na giełdę jest złożona i zależy od licznych czynników, przy czym na wiele z nich organy regulacyjne nie mają wpływu i dlatego czynniki te nie mogą zostać bezpośrednio uregulowane w przepisach. Na przykład cechy ekosystemu, które decydują o kosztach usług związanych z dopuszczeniem do obrotu na giełdzie, niestabilność geopolityczna, brexit, pandemia COVID-19, polityka banku centralnego i inflacja miały (i nadal będą miały) wpływ na decyzję o wejściu na giełdę, na moment wejścia na giełdę, na wybór giełdy oraz na to, czy dana spółka ma nadal być notowana na giełdzie w UE. Ważnymi czynnikami wpływającymi na decyzję przedsiębiorstwa o wejściu na giełdę i pozostaniu na niej są jednak także wymogi regulacyjne oraz powiązane koszty i obciążenia. Pakiet dotyczący dopuszczania do obrotu giełdowego stanowi ukierunkowany zbiór środków mających na celu: (i) ograniczenie obciążeń regulacyjnych w przypadku, gdy uznano, że są one nadmierne (tj. w przypadku gdy w ramach przepisów ochronę inwestorów/integralność rynku można zapewnić w sposób wiążący się z niższymi kosztami dla zainteresowanych stron) oraz (ii) zwiększenie elastyczności przyznanej w prawie spółek założycielom przedsiębiorstwa lub akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny, jeśli chodzi o sposób podziału praw głosu po dopuszczeniu akcji do obrotu.

Ramy regulacyjne mające zastosowanie do procesu dopuszczania do obrotu giełdowego mają wiele aspektów. Przedsiębiorstwa muszą zapewnić zgodność z wymogami regulacyjnymi przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej, w jej trakcie i po jej przeprowadzeniu. Niniejszy wniosek koncentruje się na zniesieniu barier regulacyjnych powstających na etapie przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej i dotyczy rozwiązania problemu nierównych szans, z którym borykają się przedsiębiorstwa w całej UE przy wyborze odpowiednich struktur zarządzania do celów notowania. Proponowanej dyrektywie towarzyszą dwa inne wnioski ustawodawcze: (i) wniosek dotyczący rozporządzenia zmieniającego rozporządzenie w sprawie prospektu⁷, rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku⁸, (ii) rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFIR)⁹ oraz (iii)

⁴ Sprawozdanie końcowe grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP pt. „Empowering EU capital markets for SMEs – Making listing cool again” [Wzmocnienie pozycji rynków kapitałowych w UE dla małych i średnich przedsiębiorstw – wchodzenie na giełdę znowu atrakcyjne] (europa.eu).

⁵ Zob. s. 4: state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf (europa.eu).

⁶ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Program prac Komisji na 2022 r. Razem czynimy Europę silniejszą”, COM(2021) 645 final cwp2022_en.pdf (europa.eu).

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).

⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1).

⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

wniosek dotyczący dyrektywy uchylającej dyrektywę w sprawie dopuszczenia do obrotu¹⁰ i zmieniającej MiFID II. Oba wnioski mają na celu uproszczenie i sprecyzowanie wymogów dotyczących ujawniania informacji obowiązujących na rynku pierwotnym i wtórnym, przy jednoczesnym utrzymaniu odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów i integralności rynku. Proponowana dyrektywa uchylająca dyrektywę w sprawie dopuszczenia do obrotu i zmieniająca MiFID II ma również na celu podwyższenie – obecnie niskiego – poziomu badań inwestycyjnych, których przedmiotem są MŚP.

Jedną z głównych kwestii, która zniechęca założycieli i rodziny do podjęcia decyzji o wejściu na rynek publiczny (na etapie poprzedzającym pierwszą ofertę publiczną), jest obawa przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem po wejściu na giełdę. Wejście na giełdę wiąże się z rozwodnieniem udziału w strukturze własności, co zmniejsza kontrolę założycieli i rodzin nad ważnymi inwestycjami w przedsiębiorstwie i decyzjami dotyczącymi działalności przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa, w szczególności MŚP, mogą być bardziej skłonne do wejścia na rynki publiczne, jeżeli akcjonariusze posiadający pakiet kontrolny będą mogli zachować uprawnienia do podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie po wejściu na giełdę. Pozwala im to na dalsze rozwijanie działalności zgodnie z ich wizją strategiczną, a jednocześnie na korzystanie z nowych możliwości związanych z byciem spółką giełdową, a także pozyskanie na tyle dużego kapitału, że przejście przez proces dopuszczania do obrotu giełdowego jest uzasadnione. Dotyczy to w szczególności mniejszych przedsiębiorstw rodzinnych, przedsiębiorstw typu start-up oraz przedsiębiorstw realizujących długoterminowe projekty, które wymagają poniesienia znacznych nakładów początkowych. Wszystkie te przedsiębiorstwa mogą być narażone na ryzyko nadmiernej ekspozycji na wahania rynków publicznych lub ryzyko wrogiego przejęcia. Przedsiębiorstwa te odniosłyby również największe korzyści z notowania na rynku rozwoju MŚP – kategorii MTF przeznaczonej specjalnie dla MŚP – którego zaletą są mniej rygorystyczne wymogi regulacyjne. Mniejsze przedsiębiorstwa mogą w większym stopniu niż większe potrzebować zdywersyfikowanego finansowania, ponieważ zazwyczaj ich profil jest obciążony większym ryzykiem, są mniej widoczne dla potencjalnych inwestorów, nie mają możliwości wejścia na giełdę za granicą, a także, w niektórych przypadkach, mają większą potrzebę zwiększenia skali działalności. Dlatego też ponieważ dostęp do rynków publicznych jest szczególnie ważny dla mniejszych i szybko rozwijających się przedsiębiorstw, niniejszy wniosek koncentruje się na procesie notowania przedsiębiorstw na rynkach rozwoju MŚP.

Struktura akcji obejmująca akcje uprzywilejowane co do głosu to skuteczny mechanizm umożliwiający właścicielom zachowanie uprawnień decyzyjnych w przedsiębiorstwie, a jednocześnie pozyskiwanie środków finansowych na rynkach publicznych. Te struktury akcji pozwalają akcjonariuszowi (lub grupie akcjonariuszy) na posiadanie pakietu kontrolnego w przedsiębiorstwie bez konieczności dokonywania proporcjonalnych inwestycji ekonomicznych, które wynikałyby z wielkości udziału, w sytuacji gdyby wszystkie akcje wiązały się z takim samym prawem głosu. Struktura akcji obejmująca akcje uprzywilejowane co do głosu zazwyczaj przewiduje co najmniej dwa odrębne i odmienne rodzaje akcji, które charakteryzują się różną liczbą praw głosu przypisanych do akcji danego rodzaju.

Struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu są tylko jednym z istniejących mechanizmów zwiększających kontrolę, tj. mechanizmów skutkujących rozbieżnością między własnością finansową a prawem głosu, w wyniku czego akcjonariusz może zwiększyć swoją kontrolę bez posiadania proporcjonalnego udziału w kapitale. Opublikowane w 2007 r. badanie dotyczące proporcjonalności między własnością a kontrolą w państwach

¹⁰ Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.U. L 184 z 6.7.2001, s. 1).

członkowskich¹¹ wykazało, że dostępne mechanizmy zwiększania/zamrażania kontroli poprzez wykorzystanie prawa głosu mogą również obejmować m.in. akcje lojalnościowe¹², akcje bez prawa głosu¹³, akcje uprzywilejowane bez prawa głosu¹⁴ oraz pułapy praw głosu¹⁵.

Ponieważ te alternatywne struktury akcji są jednak sztywniejsze, większość z nich ogranicza ilość funduszy, które można pozyskać w ramach pierwszej oferty publicznej i przez oferty kontynuacyjne. Ponadto akcje lojalnościowe to wzmocniony mechanizm kontroli zaprojektowany pod kątem zachęcania inwestorów do posiadania akcji przez długi okres i wykształcenia bardziej stabilnej, ukierunkowanej długoterminowo struktury własności, a nie w celu zwiększenia atrakcyjności pozyskiwania funduszy na rynku publicznym. Ponieważ akcje lojalnościowe wiążą się zazwyczaj z mniejszą liczbą dodatkowych praw głosu przysługujących akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny niż akcje uprzywilejowane co do głosu i wymagają zazwyczaj posiadania ich przez określony czas, zanim zwiększone prawa głosu zaczną przysługiwać, założyciele i przedsiębiorstwa rodzinne uważają je za mniej atrakcyjne. Potwierdzają to dowody empiryczne, które wykazały, że wprowadzenie akcji lojalnościowych w niektórych państwach członkowskich nie zwiększyło liczby przedsiębiorstw wchodzących na publiczne rynki giełdowe. Natomiast akcje uprzywilejowane co do głosu pozwoliłyby założycielom na zachowanie kontroli, przy jednoczesnej sprzedaży większej części ich wkładu w przedsiębiorstwo, dzięki większemu rozdzieleniu interesu ekonomicznego od praw głosu.

Wprowadzenie w przedsiębiorstwie struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu powoduje, że pozostali akcjonariusze (inwestorzy) mają mniejszą siłę decyzyjną w stosunku do swoich inwestycji ekonomicznych. Jeżeli fakt posiadania mniejszego prawa głosu nie zostanie odpowiednio skompensowany, może prowadzić to do pewnych problemów. Problemy te mogą obejmować na przykład utrwalenie dominującej pozycji akcjonariuszy¹⁶, wyprowadzanie aktywów przedsiębiorstwa oraz, ogólnie rzecz biorąc, czerpanie prywatnych korzyści przez akcjonariusza posiadającego pakiet kontrolny, na przykład poprzez zawieranie transakcji ze osobami z nim powiązanymi. Co więcej, efekt rozmycia wynikający z istnienia akcji uprzywilejowanych co do głosu może spowodować, że akcjonariusze posiadający pakiet kontrolny będą blokować niektóre uchwały, w tym te dotyczące celów zrównoważonego rozwoju, wspierając w ten sposób swoje interesy, a nie długoterminowy zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa. Tym problemom można jednak zaradzić poprzez wprowadzenie zabezpieczeń mających na celu ochronę akcjonariuszy

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

¹² Akcje lojalnościowe to akcje dające zwiększone prawo głosu akcjonariuszom, którzy posiadają je przez określony czas. Zazwyczaj posiadacze akcji lojalnościowych otrzymują dwa głosy na akcję, zamiast jednego głosu, jeśli posiadają te akcje przez dwa lata lub dłużej.

¹³ Akcje bez prawa głosu to akcje emitowane bez prawa głosu, z którymi nie wiążą się żadne specjalne prawa dotyczące przepływów pieniężnych (takie jak preferencyjna dywidenda) rekompensujące brak prawa głosu.

¹⁴ Akcje uprzywilejowane bez prawa głosu to akcje emitowane bez prawa głosu ze specjalnym prawem dotyczącym przepływów pieniężnych, które rekompensuje brak prawa głosu (np. preferencyjna (wyższa lub gwarantowana) dywidenda).

¹⁵ Pułap prawa głosu to ograniczenie zakazujące akcjonariuszom głosowania powyżej pewnego progu, niezależnie od liczby posiadanych przez nich akcji z prawem głosu. Pułapy prawa głosu mogą być wyrażone jako procent wszystkich istniejących praw głosu (na przykład gdy głos żadnego z akcjonariuszy nie może stanowić więcej niż trzy procent zarejestrowanego kapitału podstawowego spółki) lub jako procent wszystkich głosów oddanych na walnym zgromadzeniu (powszechne rozwiązanie w państwach członkowskich).

¹⁶ Utrwalenie dominującej pozycji akcjonariuszy to sytuacja, w której akcjonariusze posiadający pakiet kontrolny sprawują permanentną kontrolę i w związku z tym mogą podejmować decyzje na własną korzyść, nie biorąc pod uwagę interesów przedsiębiorstwa i innych akcjonariuszy, a inni akcjonariusze nie mogą skutecznie zakwestionować tych decyzji.

mniejszościowych i interesów przedsiębiorstwa, takich jak maksymalny stosunek głosów, klauzule wygaśnięcia oraz ograniczenie korzystania z akcji uprzywilejowanych co do głosu w określonych przypadkach, na przykład w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem.

W UE panuje obecnie fragmentacja, jeśli chodzi o stosowanie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, co sprawia, że podejmując decyzję o wejściu na giełdę, unijne przedsiębiorstwa nie mają równych szans. Niektóre państwa członkowskie, takie jak Szwecja czy Dania, dopuszczają akcje uprzywilejowane co do głosu niemal od powstania ich rynków kapitałowych. W Szwecji odsetek spółek giełdowych o takiej strukturze akcji zawsze utrzymywał się powyżej 40 %, a w Finlandii i Danii stanowią one większość spółek giełdowych (według kapitalizacji rynkowej). Jednocześnie inne państwa członkowskie zakazały stosowania akcji uprzywilejowanych co do głosu. W niektórych przypadkach zakaz ogranicza się do spółek publicznych, np. w Niemczech i Belgii, w innych dotyczy wszystkich spółek, np. w Austrii i Chorwacji.

Różnice między krajowymi regulacjami dotyczącymi struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu stwarzają nierówne warunki działania dla przedsiębiorstw w różnych państwach członkowskich. Przedsiębiorcy i przedsiębiorstwa z państw członkowskich, w których zakazano stosowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, znajdują się w stosunkowo niekorzystnej sytuacji w porównaniu z przedsiębiorstwami z państw członkowskich, które dopuszczają takie struktury akcji. Przedsiębiorcy i przedsiębiorstwa pragnący wprowadzić struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu i skorzystać z ich elastyczności stają przed wyborem pozostania podmiotem prywatnym lub przeniesienia się do innego państwa członkowskiego (lub państwa spoza UE), co ogranicza ich możliwości pozyskania finansowania i zwiększa koszt kapitału. Dotyczy to w szczególności MŚP i przedsiębiorstw typu start-up na wczesnym etapie rozwoju, które nie mają środków na pokrycie dodatkowych kosztów związanych z wejściem na giełdę w innym państwie członkowskim lub w państwie spoza UE.

Niniejszy wniosek ma na celu osiągnięcie minimalnej harmonizacji przepisów krajowych dotyczących struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w przedsiębiorstwach notowanych na rynkach rozwoju MŚP, pozostawiając jednocześnie państwom członkowskim wystarczającą elastyczność w zakresie ich wdrażania. O ile rynki regulowane są zasadniczo bardziej odpowiednie dla większych i dojrzałych przedsiębiorstw, o tyle rynki rozwoju MŚP zaprojektowano przede wszystkim z myślą o dopuszczaniu do obrotu giełdowego mniejszych przedsiębiorstw, przy czym traktowanie tych rynków pod względem regulacyjnym uwzględnia specyfikę MŚP. Nie wszystkie spółki, których papiery wartościowe dopuszczono do obrotu na rynkach rozwoju MŚP, są jednak MŚP. Przedsiębiorstwa inne niż MŚP emitują zazwyczaj bardziej płynne papiery wartościowe, a zatem ich dopuszczenie do obrotu na rynkach rozwoju MŚP umożliwia tym rynkom generowanie wyższych opłat transakcyjnych, co pozwala utrzymać rentowność ich modelu biznesowego. Niemniej obecnie wszyscy emitenci na rynkach rozwoju MŚP, niezależnie od wielkości, podlegają tym samym zasadom, co ma zapewnić jasność dla inwestorów. Zgodnie z tym podejściem niniejszy wniosek wprowadza możliwość przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w przypadku wszystkich przedsiębiorstw ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP po raz pierwszy.

Niniejszy wniosek przewiduje zabezpieczenia zapewniające ochronę akcjonariuszy mniejszościowych i interesów przedsiębiorstwa. Zabezpieczenia te wymagają od wszystkich państw członkowskich zapewnienia, aby każda decyzja o przyjęciu struktury akcji

obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu lub o zmianie tej struktury, jeżeli zmiana ta ma wpływ na prawa głosu, była podejmowana kwalifikowaną większością głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Zabezpieczenia przedstawione w niniejszym wniosku ograniczają również wagę głosu wynikającego z akcji uprzywilejowanych co do głosu poprzez wprowadzenie ograniczeń dotyczących określania struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu lub wykonywania praw głosu wynikających z akcji uprzywilejowanych co do głosu przy podejmowaniu określonych decyzji. Zabezpieczenia te mają na celu ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych oraz interesów przedsiębiorstwa, a jednocześnie zapewniają akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny na tyle dużą elastyczność, aby nie zniechęcać do korzystania ze struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu. Ponadto zabezpieczenia te są w dużej mierze zgodne z zabezpieczeniami już istniejącymi w systemach prawnych państw członkowskich o dobrze funkcjonujących mechanizmach dotyczących struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu. W związku z tym w tych państwach członkowskich wymagane zmiany w ich obecnych systemach prawnych byłyby minimalne.

- **Spójność z przepisami obowiązującymi w tej dziedzinie polityki**

Struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu są obecnie regulowane wyłącznie na szczeblu krajowym.

Proponowana dyrektywa jest zgodna z celami obowiązujących przepisów UE określających wymogi dotyczące spółek publicznych oraz koordynujących krajowe przepisy prawa spółek. Obejmuje to dyrektywę w sprawie prawa spółek¹⁷, której celem jest zapewnienie minimalnej równoważnej ochrony zarówno akcjonariuszy, jak i wierzycieli. Dyrektywa ta harmonizuje przepisy krajowe dotyczące niektórych aspektów prawa spółek, takich jak zakładanie spółek akcyjnych, wymogi dotyczące kapitału podstawowego i wypłat na rzecz akcjonariuszy. Zakres proponowanej dyrektywy nie pokrywa się z zakresem dyrektywy w sprawie prawa spółek, która nie reguluje struktur akcji spółek (w tym struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu). Kwestię tę uregulowano natomiast w niniejszym wniosku.

Ponadto poprzez nałożenie na państwa członkowskie obowiązku wprowadzenia przepisów zabezpieczających interesy przedsiębiorstwa i akcjonariuszy mniejszościowych wniosek jest spójny z celem polityki, którego realizacji służy dyrektywa (UE) 2017/828¹⁸, co obejmuje m.in. wspieranie długoterminowego zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw oraz ochronę interesów przedsiębiorstwa i jego akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku transakcji z podmiotami powiązanymi – pomimo różnicy w zakresie obu aktów (wspomniana dyrektywa dotyczy praw akcjonariuszy w przedsiębiorstwach dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych, natomiast niniejszy wniosek dotyczy praw akcjonariuszy w przedsiębiorstwach dopuszczonych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP).

Proponowana dyrektywa nie pokrywa się również z zakresem dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, w której określono zasady mające zastosowanie do spółek publicznych, gdy spółki te są przedmiotem ofert przejęcia, w celu zabezpieczenia interesów akcjonariuszy. Co istotne, dyrektywa w sprawie ofert przejęcia¹⁹ ma zastosowanie wyłącznie do przedsiębiorstw dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, a nie do przedsiębiorstw dopuszczonych do obrotu na rynku rozwoju MŚP, które wchodzą w zakres niniejszego wniosku. Przepisy

¹⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1132 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie niektórych aspektów prawa spółek (tekst jednolity) (Dz.U. L 169 z 30.6.2017, s. 46).

¹⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz.U. L 132 z 20.5.2017, s. 1).

¹⁹ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. L 142 z 30.4.2004, s. 12).

dotyczące przejrzystości zawarte w niniejszym wniosku mają jednak podobne cele do tych zawartych w dyrektywie w sprawie ofert przejęcia, koncentrując się na strukturze kapitału podstawowego przedsiębiorstwa, strukturze akcjonariatu oraz prawach i obowiązkach związanych z papierami wartościowymi przedsiębiorstwa.

Proponowana dyrektywa jest ponadto zgodna z przepisami MiFID II regulującymi rynki rozwoju MŚP.

- **Spójność z innymi politykami Unii**

Niniejszy wniosek jest w pełni zgodny z głównym celem unii rynków kapitałowych, jakim jest zwiększanie dostępności finansowania dla przedsiębiorstw z UE, a w szczególności dla MŚP. Jest również zgodny z szeregiem działań o charakterze ustawodawczym i nieustawodawczym podjętych przez Komisję w ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r.²⁰, przeglądu śródkresowego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2017 r.²¹ oraz planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r.

Aby wspierać zatrudnienie i wzrost w UE, kluczowym celem unii rynków kapitałowych od początku było ułatwienie dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP. Od czasu opublikowania w 2015 r. planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych podjęto pewne ukierunkowane działania w celu zapewnienia adekwatnych źródeł finansowania dla MŚP na wszystkich etapach ich rozwoju. W przeglądzie śródkresowym planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych, opublikowanym w czerwcu 2017 r., Komisja postanowiła zwiększyć poziom ambicji i wzmocniła nacisk na zapewnienie dostępu MŚP do rynków publicznych. W maju 2018 r. Komisja opublikowała wniosek dotyczący promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP²², którego celem jest zmniejszenie obciążenia administracyjnego i wysokich kosztów przestrzegania przepisów, z którymi mierzą się emitenci na rynku rozwoju MŚP, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego poziomu integralności rynku i ochrony inwestorów, wspieranie płynności akcji MŚP dopuszczonych do obrotu giełdowego, aby uczynić te rynki bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów, emitentów i pośredników oraz ułatwienie rejestracji MTF jako rynków rozwoju MŚP. Wniosek dotyczący promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP przyjęto w listopadzie 2019 r.

W następstwie kryzysu związanego z COVID-19 Komisja opublikowała ponadto pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych, który obejmował ukierunkowane zmiany w przepisach dotyczących rynków kapitałowych i banków, a którego nadrzędnym celem było ułatwienie wspierania przedsiębiorstw UE w odbudowie po kryzysie związanym z COVID-19 za pośrednictwem rynków kapitałowych. Proponowane zmiany w przepisach dotyczących rynku kapitałowego miały na celu w szczególności zmniejszenie obciążenia regulacyjnego i uproszczenie przepisów dla firm inwestycyjnych i emitentów.

Niniejszy wniosek stanowi realizację założeń planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r. i jego celu, jakim jest zwiększenie dostępności finansowania dla przedsiębiorstw UE (działanie 2 „wspieranie dostępu do rynków publicznych”). W niniejszym

²⁰ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych” (COM(2015) 468 final).

²¹ Komunikat Komisji w sprawie przeglądu śródkresowego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych (SWD(2017) 224 final oraz SWD(2017) 225 final – 8 czerwca 2017 r.) https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

²² Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenia (UE) nr 596/2014 i (UE) 2017/1129 w odniesieniu do promowania korzystania z rynków rozwoju MŚP (COM(2018) 331 final).

wniosku skupiono się na złagodzeniu wymogów regulacyjnych, które mogą zniechęcić przedsiębiorstwo do podjęcia decyzji o wejściu na giełdę lub pozostaniu na niej. Inne czynniki, które mogą zniechęcać emitentów do wchodzenia na giełdę, takie jak wąska baza inwestorów oraz bardziej korzystne traktowanie pod względem podatkowym finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego, uwzględniono w innych bieżących i przyszłych inicjatywach z zakresu unii rynków kapitałowych, które uzupełniają zmiany przedstawione w niniejszym wniosku i powinny być analizowane w połączeniu z niniejszą inicjatywą. Inicjatywy te dotyczą na przykład: (i) utworzenia pojedynczego punktu dostępu²³, który rozwiąże problem braku dostępnych i porównywalnych danych dla inwestorów, zwiększając widoczność przedsiębiorstw względem inwestorów, (ii) centralizacji informacji handlowych w UE w ramach systemu publikacji informacji skonsolidowanych²⁴, co pozwoli na bardziej efektywne kształtowanie obrotu na rynku publicznym i ustalanie poziomu cen równowagi na podstawie czynników podaży i popytu, (iii) wprowadzenie ulgi służącej przeciwdziałaniu zjawisku uprzywilejowania finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego (DEBRA)²⁵ w celu zwiększenia atrakcyjności (i obniżenia kosztów) finansowania kapitałowego dla przedsiębiorstw.

Szereg inicjatyw Komisji przyczyni się ponadto do dalszego zwiększenia bazy inwestorów zainteresowanych akcjami notowanymi na giełdzie. Rolę głównego inwestora będzie odgrywał unijny fundusz na rzecz pierwszych ofert publicznych MŚP, aby przyciągnąć więcej inwestycji prywatnych w kapitał publiczny MŚP dzięki współpracy z inwestorami instytucjonalnymi i inwestowaniu w fundusze skupiające się na emitentach będących MŚP. Przegląd rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych oraz przegląd dyrektywy Wyplacalność II przyczynią się do zwiększenia bazy inwestorów z korzyścią dla emitentów dzięki ułatwieniu dokonywania przez banki i zakłady ubezpieczeń inwestycji w (długoterminowe) instrumenty udziałowe będące w publicznym obrocie.

Niniejszy wniosek jest również zgodny z Nowym europejskim planem na rzecz innowacji²⁶ opublikowanym w 2022 r., ponieważ sprawiłby, że rynki kapitałowe stałyby się bardziej atrakcyjne dla założycieli przedsiębiorstw, bez konieczności zrzekania się kontroli przy wchodzeniu na rynki publiczne.

We wniosku uwzględniono dowody, na podstawie których platforma ds. dostosowania się do wymogów przyszłości wydała opinię dotyczącą ułatwienia MŚP dostępu do kapitału, a w szczególności uproszczenia procedur dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych MŚP oraz innych obowiązków związanych z ich notowaniem.

Ponieważ niniejszy wniosek umożliwi większej liczbie MŚP dostęp do większych środków finansowych z bardziej zróżnicowanych źródeł poprzez notowanie na rynkach rozwoju MŚP z wykorzystaniem najodpowiedniejszej struktury ładu korporacyjnego, będzie on również

²³ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego europejski pojedynczy punkt dostępu zapewniający scentralizowany dostęp do publicznie dostępnych informacji mających znaczenie dla usług finansowych, rynków kapitałowych i zrównoważonego rozwoju (COM(2021) 723 final).

²⁴ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do zwiększenia przejrzystości danych rynkowych, usuwania przeszkód w powstawaniu systemów publikacji informacji skonsolidowanych, optymalizacji obowiązków obrotu oraz zakazu otrzymywania płatności za przekazywanie zleceń klientów (COM(2021) 727 final).

²⁵ Wniosek dotyczący dyrektywy Rady w sprawie ustanowienia przepisów dotyczących ulgi służącej przeciwdziałaniu zjawisku uprzywilejowania finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego oraz w sprawie ograniczenia możliwości odliczania odsetek do celów związanych z podatkiem dochodowym od osób prawnych (COM(2022) 216 final).

²⁶ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „Nowy europejski plan na rzecz innowacji” (COM(2022) 332 final).

zgodny z celem pakietu pomocy gospodarczej dla MŚP ogłoszonego przez przewodniczącą Ursulę von der Leyen w orędziu o stanie Unii we wrześniu 2022 r.

Przepisy wniosku dotyczące zabezpieczeń zapewniają również ochronę interesów przedsiębiorstwa przed decyzjami stwarzającymi ryzyko niekorzystnych skutków z perspektywy praw człowieka, zmiany klimatu i środowiska lub powodującymi takie skutki. Wniosek jest zatem zgodny z celem polityki Komisji w zakresie ładu korporacyjnego, jakim jest wspieranie zrównoważonej i odpowiedzialnej filozofii zarządzania przedsiębiorstwem, a tym samym zgodny z wnioskiem Komisji dotyczącym dyrektywy w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju²⁷, która ma na celu uwzględnienie kwestii związanych z prawami człowieka i ochroną środowiska w systemach ładu korporacyjnego przedsiębiorstw.

2. PODSTAWA PRAWNA, POMOCNICZOŚĆ I PROPORCJONALNOŚĆ

• Podstawa prawna

Podstawą wniosku jest art. 114 i art. 50 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE).

W art. 114 przewiduje się przyjęcie środków dotyczących zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych państw członkowskich, które mają na celu ustanowienie i funkcjonowanie rynku wewnętrznego. Powoływanie się na art. 114 jest możliwe wówczas, gdy rozbieżności między przepisami krajowymi utrudniają korzystanie z podstawowych wolności lub powodują zakłócenie konkurencji, a tym samym wywierają bezpośredni wpływ na funkcjonowanie rynku wewnętrznego. Celem proponowanej dyrektywy jest usunięcie przeszkód w korzystaniu z podstawowych wolności, takich jak swobodny przepływ kapitału i swoboda przedsiębiorczości. Przeszkody te wynikają z różnic między krajowymi przepisami prawa spółek w poszczególnych państwach UE, ponieważ niektóre państwa członkowskie uniemożliwiają swoim przedsiębiorstwom dostęp do rynków publicznych z wykorzystaniem struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu. Ogranicza to ich dostęp do kapitału i stanowi przeszkodę w tworzeniu jednolitego rynku kapitałowego w UE.

W art. 50 ust. 1 TFUE, a zwłaszcza w art. 50 ust. 2 lit. g), UE przyznano uprawnienie do podejmowania działań mających na celu urzeczywistnienie swobody przedsiębiorczości w odniesieniu do określonego rodzaju działalności, w szczególności „koordynując w niezbędnym zakresie, w celu zapewnienia ich równoważności, zabezpieczenia wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu artykułu 54 akapit drugi dla ochrony interesów wspólników i osób trzecich”. Proponowana dyrektywa ma na celu wprowadzenie środków koordynacyjnych dotyczących ochrony interesów akcjonariuszy przedsiębiorstw i innych zainteresowanych stron, aby zmniejszyć rozbieżności między przepisami krajowymi i ograniczyć przeszkody dla swobody przedsiębiorczości.

• Pomocniczość (w przypadku kompetencji niewyłącznych)

Zgodnie z art. 4 TFUE działania UE podejmowane w celu urzeczywistnienia rynku wewnętrznego należy oceniać w świetle zasady pomocniczości określonej w art. 5 ust. 3 Traktatu o Unii Europejskiej (TUE). Zgodnie z zasadą pomocniczości działania na szczeblu UE należy podejmować wyłącznie wówczas, gdy cele proponowanych działań nie mogą być osiągnięte w sposób wystarczający przez same państwa członkowskie, a zatem do ich osiągnięcia wymagane jest podjęcie działań na szczeblu UE. Jeżeli chodzi o akcje

²⁷ Wniosek dotyczący dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zmieniającej dyrektywę (UE) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

uprzywilejowane co do głosu, to o ile nie zostaną podjęte działania na szczeblu UE, jest mało prawdopodobne, aby państwa członkowskie, które obecnie nie dopuszczają takich struktur akcji, w najbliższej przyszłości jednostronnie i bez zewnętrznej zachęty zmieniły swoje przepisy. Wynika to w dużej mierze z przyczyn historycznych, sprzeciwu zainteresowanych stron w tych krajach oraz faktu, że zmiana prawa spółek, które rozwijało się przez wieki, jest często trudna. Wszelkie opóźnienia we wprowadzaniu tych struktur w całej UE groziłyby dalszym pozbawieniem mniejszych przedsiębiorstw możliwości pozyskiwania finansowania w tych państwach członkowskich, które zakazują wykorzystywania akcji uprzywilejowanych co do głosu. Ponadto nawet gdyby państwa członkowskie zdecydowały się na podjęcie takich działań, mogłyby zastosować bardzo różne podejścia, co prawdopodobnie doprowadziłoby do dalszej fragmentacji.

- **Proporcjonalność**

Celem proponowanej dyrektywy jest przyczynienie się do właściwego funkcjonowania jednolitego rynku i usunięcie przeszkód w korzystaniu z podstawowych wolności, takich jak swobodny przepływ kapitału i swoboda przedsiębiorczości. Przeszkody te wynikają z różnic pomiędzy krajowymi systemami prawa spółek w zakresie struktury akcji, a w szczególności możliwości przyjęcia przez przedsiębiorstwo struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu. Aby osiągnąć ten cel, we wniosku określono jedynie minimalne wymogi harmonizacyjne i tylko w odniesieniu do głównej zasady prawnej dotyczącej dopuszczenia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, uzupełniając ją o minimalne zabezpieczenia niezbędne do ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i interesu przedsiębiorstwa. Zakres wniosku jest również ograniczony do rynków rozwoju MŚP, w szczególności w celu uwzględnienia MŚP, które najbardziej skorzystałyby z takiego środka.

Proponowana dyrektywa pozostawia państwom członkowskim wystarczającą swobodę, jeśli chodzi o nadanie ostatecznego kształtu przepisom wniosku w krajowym systemie prawnym. Dokonano tego poprzez uzupełnienie przepisów o dodatkowe środki, w tym zabezpieczenia dla akcjonariuszy i interesów przedsiębiorstwa, pod warunkiem że są one zgodne z celami niniejszej dyrektywy, lub dopuszczenie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w sytuacjach nieobjętych zakresem niniejszego wniosku. Dlatego zgodnie z zasadą pomocniczości określoną w art. 5 TUE niniejsza dyrektywa nie wykracza poza zakres konieczny do osiągnięcia jej celów.

- **Wybór instrumentu**

Najlepszym sposobem zintegrowania jednolitego rynku UE w obszarze prawa spółek, w szczególności struktur akcji, jest zbliżenie przepisów poprzez harmonizację za pomocą dyrektywy. Forma dyrektywy umożliwia poszanowanie różnych kultur prawnych i systemów prawa spółek w państwach członkowskich i zapewnia w procesie transpozycji wystarczającą swobodę, aby wdrożyć wspólne minimalne standardy w sposób zgodny z tymi różnymi systemami.

Zalecenie nie byłoby w stanie osiągnąć pożądanego celu polegającego na zbliżeniu w tym obszarze polityki, ponieważ stwierdzono w nim znaczne różnice w wiążącym ustawodawstwie państw członkowskich. Natomiast zbliżenie w drodze rozporządzenia nie zapewniłoby państwom członkowskim wystarczającej swobody w zakresie dostosowania proponowanych przepisów do warunków lokalnych i utrzymania spójności przepisów UE z szerszym krajowym prawem spółek.

3. WYNIKI OCEN *EX POST*, KONSULTACJI Z ZAINTERESOWANYMI STRONAMI I OCEN SKUTKÓW

- **Oceny *ex post*/oceny adekwatności obowiązującego prawodawstwa**

Nie dotyczy.

- **Konsultacje z zainteresowanymi stronami**

W ostatnich latach w stałych ocenach Komisji koncentrowano się na dostępie przedsiębiorstw, w szczególności MŚP, do rynków publicznych. Kwestie dotyczące obciążenia regulacyjnego przedsiębiorstw przy uzyskiwaniu dostępu do rynków publicznych poruszono w kontekście Forum Wysokiego Szczębla ds. Unii Rynków Kapitałowych, grupy zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP oraz planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r. Komisja uwzględniła również szeroko zakrojone badania na ten temat przeprowadzone przez firmę konsultingową Oxera²⁸. W celu zebrania dalszych dowodów dotyczących tych zagadnień w listopadzie 2021 r. ogłoszono zaproszenie do zgłaszania uwag, jak również publiczne i ukierunkowane konsultacje dotyczące aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego. Konsultacje trwały przez 14 tygodni (od 19 listopada 2021 r. do 25 lutego 2022 r.).

Komisja zorganizowała także w kwietniu 2022 r. dwa spotkania/warsztaty techniczne z zainteresowanymi stronami z branży w celu dalszego dopracowania rozważanych wariantów strategicznych.

Ponadto 15 października 2021 r. oraz 17 i 30 maja 2022 r. Komisja przedstawiła cele wniosku grupie ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych.

17 maja 2022 r. w celu przedstawienia celów wniosku zorganizowano również spotkanie z koordynatorami Komisji Gospodarczej i Monetarnej (ECON) Parlamentu Europejskiego.

12 września 2022 r. zorganizowano ponadto spotkanie z grupą ekspertów ds. prawa spółek.

Publiczne i ukierunkowane konsultacje

W trakcie publicznych i ukierunkowanych konsultacji respondenci podkreślali, że jednym z głównych powodów, dla których wielu emitentów z sektorów zaawansowanych technologii i wysokiego wzrostu decyduje się wejść na giełdę w państwach spoza UE (takich jak USA czy Zjednoczone Królestwo), jest swoboda, jaką w tych jurysdykcjach mają emitenci, jeśli chodzi o stosowanie akcji uprzywilejowanych co do głosu²⁹. Niektórzy respondenci³⁰ podkreślili również, że wiele przedsiębiorstw z UE przeniosło ostatnio swoje siedziby statutowe z krajów o ograniczonych możliwościach emisji akcji uprzywilejowanych co do głosu (np. z Włoch, Niemiec i Hiszpanii) do Niderlandów – kraju, który przyjął liberalne i elastyczne podejście do struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu³¹. 64 % respondentów uznało natomiast za zasadne wprowadzenie do prawa Unii zapisu, że emitenci z całej UE mogą być notowani w unijnym systemie obrotu z wykorzystaniem struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu.

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU [Pierwotne i wtórne rynki akcji w UE], sprawozdanie końcowe, listopad 2020 r., Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

²⁹ Pogląd ten poparły takie zainteresowane strony, jak banki inwestycyjne, organizacje zrzeszające rynki papierów wartościowych, przedstawiciele ministrów finansów oraz stowarzyszenia *private equity*.

³⁰ Wspomniały o tym dwie zainteresowane strony z Niderlandów.

³¹ Dotychczas pewna liczba przedsiębiorstw przeniosła się do Niderlandów celem wejścia na giełdę ze względu na atrakcyjność systemu z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu. Dotychczas nie potwierdzają tego jednak żadne dostępne dane.

Większość respondentów biorących udział w konsultacjach (83 %)³² twierdziła, że wykorzystywanie akcji uprzywilejowanych co do głosu, tam gdzie jest dozwolone, skutecznie zachęciło więcej przedsiębiorstw do ubiegania się o dopuszczenie do obrotu giełdowego na rynkach publicznych. Na pytanie o wpływ akcji uprzywilejowanych co do głosu na atrakcyjność przedsiębiorstw dla inwestorów większość respondentów (głównie emitentów i przedstawicieli giełd) odpowiedziała, że wpływ ten jest pozytywny albo neutralny³³. Respondenci ci wskazali, że akcje uprzywilejowane co do głosu nie zmniejszają atrakcyjności dla inwestorów, o ile istnieją pewne zabezpieczenia, i podkreślili, że przejrzystość jest bardzo istotna dla zapewnienia inwestorom możliwości podejmowania w pełni świadomych decyzji inwestycyjnych.

Ci respondenci, którzy negatywnie ocenili atrakcyjność tego systemu (w tym dwa właściwe organy krajowe i niektóre stowarzyszenia inwestorów), wyrazili obawy związane ze zniknięciem zasady „jedna akcja – jeden głos”. Jeden z respondentów zauważył w szczególności, że struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu mogą podważać mechanizmy rozliczalności istniejące w prawie dotyczącym ładu korporacyjnego, takie jak możliwość wybierania dyrektorów przez akcjonariuszy, oraz prowadzić do utrwalenia dominującej pozycji kadry zarządzającej. Nawet wśród respondentów postrzegających ten wpływ nieco negatywnie lub negatywnie, niektórzy zauważyli jednak, że akcje uprzywilejowane co do głosu są korzystne w pewnych sytuacjach (szczególnie w przypadku szybko rozwijających się, innowacyjnych przedsiębiorstw kierowanych przez założycieli, które chcą wejść na giełdę). Zauważyli, że wszelkie proponowane zmiany powinny być odpowiednio zrównoważone. Zrównoważenie to powinno zapewniać odpowiednią ochronę ładu korporacyjnego, taką jak ograniczenie zakresu decyzji, które można podejmować z wykorzystaniem dodatkowego prawa głosu, umożliwienie przedsiębiorstwom kierowanym przez założyciela pozyskiwania środków na rynku publicznym oraz utrzymanie długoterminowej wizji, jaką wobec przedsiębiorstwa ma jego założyciel.

Respondenci podkreślili zatem, że przyznanie jakiegokolwiek swobody w kwestii struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu powinno się odbywać w sposób gwarantujący zachowanie standardów zarządzania (np. poprzez klauzule wygaśnięcia, zapisy o zakazie przekazywania akcji, automatyczne anulowanie/konwersję w momencie wyjścia z inwestycji itp.).

Zalecenia grupy ekspertów

Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych zaleciło, aby przedsiębiorstwa miały możliwość wyboru struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu w momencie pierwszej oferty publicznej. Grupa ekspertów zauważyła, że takie struktury pomogłyby przedsiębiorstwom uniknąć przejęcia przez większe przedsiębiorstwa, zachęciłyby właścicieli do utrzymania wzrostu i poprawiłyby długoterminowe perspektywy przedsiębiorstwa, jednocześnie zachowując wejście na giełdę jako atrakcyjny sposób na pozyskanie finansowania. Podkreślili jednak, że należy z drugiej strony wziąć pod uwagę fakt, że uniemożliwia to innym akcjonariuszom wykonywanie ich obowiązków w zakresie zarządzania i kierowania przedsiębiorstwem.

³² Tj. 34 z 41 respondentów.

³³ 22 % (9 respondentów) uznało wpływ za pozytywny lub trochę pozytywny, 29 % (12 respondentów) stwierdziło, że jest neutralny, natomiast 36 % respondentów (15 respondentów, głównie inwestorów i właściwych organów krajowych) uznało wpływ za negatywny lub trochę negatywny.

Grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP w pełni poparła to zalecenie, argumentując, że decyzja o włączeniu klauzuli wygaśnięcia lub maksymalnego ważonego stosunku głosów powinna należeć do emitentów.

Spotkania zainteresowanych stron

Dwa warsztaty techniczne dla zainteresowanych stron, które zorganizowała Komisja, nie przyniosły znaczącego wkładu w kwestię akcji uprzywilejowanych co do głosu. Niektóre zainteresowane strony (przedstawiciele giełd) wyraźnie poparły harmonizację na szczeblu UE, ponieważ zwiększyłyby to atrakcyjność wchodzenia na giełdę. Natomiast inne zainteresowane strony (inwestorzy) uważały, że nie ma potrzeby takiej harmonizacji, i stwierdziły jednocześnie, że w przypadku zastosowania podejścia tego rodzaju ważne byłyby odpowiednie zabezpieczenia.

Spotkania z grupą ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych Komisja przedstawiła możliwe kierunki działań w zakresie aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego w ramach projektu unii rynków kapitałowych. Delegacje uczestniczące w dyskusji wyraziły szerokie poparcie dla celu Komisji, jakim jest zwiększenie atrakcyjności rynków publicznych UE przy jednoczesnym zapewnieniu ochrony inwestorów i integralności rynku. W szczególności 13 państw członkowskich, które zabrały głos, wskazały, że są otwarte na rozważenie minimalnej harmonizacji przepisów dotyczących akcji uprzywilejowanych co do głosu w prawie Unii.

Spotkanie z koordynatorami ECON w Parlamencie Europejskim

Koordynatorzy będący posłami do Parlamentu Europejskiego, którzy uczestniczyli w dyskusji, z zadowoleniem przyjęli zaproponowane przez Komisję dalsze działania w związku z aktem dotyczącym dopuszczania do obrotu giełdowego i potwierdzili istnienie problemu związanego z rynkami publicznymi w UE. Podkreślili, że Komisja musi wypracować właściwą równowagę, aby zapewnić wszystkim przedsiębiorstwom, zwłaszcza MŚP, dostęp do rynków publicznych w celu pozyskania finansowania przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniej ochrony inwestorów.

Spotkanie z grupą ekspertów ds. prawa spółek

Zorganizowano spotkanie z grupą ekspertów ds. prawa spółek w celu wymiany poglądów na temat istniejących w niektórych państwach członkowskich krajowych struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu. Szereg państw członkowskich zabrało głos, aby uzasadnić swoje odpowiedzi na pytania zawarte w kwestionariuszu Komisji (lipiec–sierpień 2022 r.).

• Gromadzenie i wykorzystanie wiedzy eksperckiej

Komisja zebrała znaczną ilość danych bezpośrednio od giełd papierów wartościowych, emitentów i stowarzyszeń MŚP. Ponadto grupa zainteresowanych stron będących ekspertami technicznymi ds. MŚP (działająca w okresie od października 2020 r. do maja 2021 r.) dostarczyła pewnych dowodów, jak również informacji ze strony podmiotów działających na rynku. Komisja zleciła również w listopadzie 2020 r. firmie konsultingowej Oxera przeprowadzenie badania dotyczącego pierwotnych i wtórnych rynków akcji w UE, które pozwoliło uzyskać bardzo szczegółowy obraz rynku³⁴, oparty na odpowiednich danych.

³⁴ W badaniu dotyczącym pierwotnych i wtórnych rynków akcji w UE zalecono organom regulacyjnym złagodzenie ograniczeń dotyczących mechanizmów zwiększających kontrolę (takich jak akcje uprzywilejowane co do głosu), aby zachęcić przedsiębiorstwa do wchodzenia na giełdę bez konieczności zrzekania się kontroli przez właścicieli.

Wcześniej Komisja zleciła przeprowadzenie badania na temat proporcjonalności między własnością a kontrolą w spółkach giełdowych w UE, na zakończenie którego sporządzono *sprawozdanie na temat zasady proporcjonalności w UE* (opublikowane w 2007 r.)³⁵. Wnioski z tego sprawozdania potwierdzono niedawno w innym badaniu dotyczącym ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, zleconym przez Komisję i opublikowanym w 2018 r.

Ocenę skutków przeprowadzono w oparciu o obszernie dowody jakościowe i ilościowe pochodzące z publicznych i ukierunkowanych konsultacji na temat aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego: zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych dla unijnych przedsiębiorstw i ułatwianie MŚP dostępu do kapitału

Inne wykorzystane źródła obejmowały obszerną literaturę i badania naukowe, w szczególności analizę jurysdykcji, w których funkcjonują już akcje uprzywilejowane co do głosu lub w których niedawno przyjęto przepisy dopuszczające takie rozwiązanie. Duży dodatkowy wkład wniosły również różne stowarzyszenia branżowe.

• Ocena skutków

Niniejszemu wnioskowi towarzyszy ocena skutków, która została przedłożona 10 czerwca 2022 r. Radzie ds. Kontroli Regulacyjnej. Rada zatwierdziła tę ocenę – z zastrzeżeniami – 8 lipca 2022 r.

Rada wystąpiła o zmianę projektu oceny skutków w celu doprecyzowania: (i) współzależności i spójności inicjatywy w zakresie aktu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego z innymi powiązanymi inicjatywami dotyczącymi rynków kapitałowych, (ii) ryzyka i ograniczeń analizy, jak również uwzględnienia niezamierzonych konsekwencji, oraz (iii) różnych opinii wyrażanych przez poszczególne kategorie zainteresowanych stron na temat definicji problemu, wariantów i ich skutków. Uwagi sformułowane przez Radę uwzględniono i włączono do ostatecznej wersji oceny skutków.

W ocenie skutków przeanalizowano szereg wariantów strategicznych mających na celu zwiększenie atrakcyjności wchodzenia na unijne rynki kapitałowe poprzez określenie prostszych, jasnych i bardziej elastycznych obowiązków regulacyjnych w celu zmniejszenia kosztów związanych z pozyskiwaniem kapitału na rynkach publicznych ponoszonych przez przedsiębiorstwa każdej wielkości.

W ocenie skutków opisano trzy czynniki, które wyjaśniają problemy związane z trzema etapami cyklu wchodzenia na giełdę: etap przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej, sam proces pierwszej oferty publicznej i etap po jej przeprowadzeniu. Czynniki, który uznano za istotny dla niniejszej proponowanej dyrektywy, dotyczy nierównych możliwości, jakimi dysponują przedsiębiorstwa UE, jeśli chodzi o wybór struktury zarządzania w momencie dopuszczania do obrotu giełdowego, ze względu na różne przepisy krajowe dotyczące akcji uprzywilejowanych co do głosu.

Zmiany regulacyjne określone w poszczególnych wariantach same nie wystarczyłyby do poradzenia sobie ze wszystkimi wyzwaniem stojącymi przed rynkami publicznymi UE. Wraz z innymi środkami rozważanymi jako część szerszego planu mającego na celu poprawę

³⁵ W badaniu dotyczącym proporcjonalności między własnością a kontrolą w państwach członkowskich stwierdzono, że w żadnej z jurysdykcji UE objętych próbą nie zdecydowano się na stosowanie zasady „jedna akcja, jeden głos” we wszystkich przypadkach. Nawet te państwa członkowskie, które do pewnego stopnia formalnie przyjęły zasadę „jedna akcja, jeden głos”, dopuściły stosowanie różnych mechanizmów zwiększających kontrolę, takich jak pułapy praw głosu lub akcje uprzywilejowane bez prawa głosu. Wnioski te potwierdzono następnie w badaniu z 2018 r. na temat ochrony akcjonariuszy mniejszościowych. Część badania poświęcono stosowaniu zasady „jedna akcja, jeden głos” w państwach członkowskich i stwierdzono, że zasady tej nie postrzega się w krajowych ramach prawnych jako zasady podstawowej.

dostępu przedsiębiorstw do publicznych rynków kapitałowych przedmiotowe zmiany mają jednak przyczynić się do odwrócenia obecnej negatywnej tendencji na rynkach publicznych w UE. Bez tych usprawnień regulacyjnych rynki publiczne w UE nadal opierałyby się na nieoptymalnych ramach regulacyjnych dotyczących dopuszczania do obrotu giełdowego, co z kolei zmniejszyłoby atrakcyjność rynków publicznych. Spowodowałoby to koszty ekonomiczne dla unijnych emitentów, inwestorów i całej gospodarki UE. Scenariusz bazowy zakłada zatem brak zmian w ramach legislacyjnych regulujących zasady dopuszczania przedsiębiorstw do obrotu giełdowego i zasady dotyczące przedsiębiorstw już notowanych na giełdzie.

Preferowany wariant strategiczny w odniesieniu do etapu przed przeprowadzaniem pierwszej oferty publicznej przewiduje minimalną harmonizację przepisów krajowych regulujących struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu, pozostawiając państwom członkowskim swobodę co do sposobu ich kształtowania. W ramach tego wariantu państwa członkowskie, które obecnie zakazują stosowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, musiałyby zmienić swoje przepisy, aby dopuścić takie struktury zarządzania. Wariant ten nie nakładałby żadnych dodatkowych daleko idących ograniczeń na te państwa członkowskie, które już posiadają elastyczne i dobrze funkcjonujące regulacje w tym obszarze.

Wariant ten skutecznie zachęcałby przedsiębiorstwa (mające siedzibę w państwach członkowskich, które obecnie zakazują stosowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu) do wchodzenia na giełdę. Dzięki zapewnieniu możliwości dopuszczenia do obrotu giełdowego we wszystkich państwach członkowskich przedsiębiorstwom, które chcą stosować strukturę akcji obejmującą akcje uprzywilejowane co do głosu, preferowany wariant umożliwiłby założycielom i właścicielom przedsiębiorstw ograniczenie utraty kontroli, z którą zazwyczaj wiąże się wejście na giełdę. To z kolei otworzyłoby nowe możliwości finansowania dla tych przedsiębiorstw, które w przeciwnym razie nie rozważałyby wejścia na giełdę. Przyniosłoby to również znaczne oszczędności kosztów tym przedsiębiorstwom, które, jeśli chcą skorzystać z odpowiedniej elastyczności, muszą obecnie być notowane za granicą. Ponadto akcje uprzywilejowane co do głosu pomogłyby założycielom (po wejściu na giełdę) uniknąć krótkoterminowej presji rynkowej i skupić się na realizacji swojej długoterminowej wizji przedsiębiorstwa.

W wariantcie preferowanym państwa członkowskie miałyby możliwość elastycznego określania zabezpieczeń i warunków dotyczących akcji uprzywilejowanych co do głosu. Musiałyby one jednak zapewnić zgodność z kilkoma ogólnymi zasadami i minimalnymi zabezpieczeniami określonymi na szczeblu UE. Należy do nich konieczność zapewnienia odpowiedniej równowagi między interesami założycieli i ochroną inwestorów mniejszościowych, a także ochroną interesów przedsiębiorstwa. Wariant ten zapewniłby ochronę inwestorów, ponieważ państwa członkowskie byłyby zobowiązane do uwzględnienia interesów inwestorów i interesów przedsiębiorstwa przy wprowadzaniu przedmiotowych struktur akcji do swoich systemów krajowych. Ponadto zabezpieczenia i warunki byłyby dostosowane do specyfiki rynków lokalnych, a rynki, na których już stosuje się strukturę akcji obejmującą akcje uprzywilejowane co do głosu, zachowałyby swoją elastyczność.

Inny wariant (nie jest to wariant preferowany) przewiduje maksymalną harmonizację akcji uprzywilejowanych co do głosu poprzez wprowadzenie szczegółowego zbioru zasad, w tym dotyczących zabezpieczeń dla inwestorów mniejszościowych i przedsiębiorstwa, takich jak klauzule ograniczające prawo głosu, klauzule wygaśnięcia, klauzule określające ograniczenia liczby głosów przypadających na jedną akcję, przy czym wszystkie te elementy miałyby na celu ochronę inwestorów mniejszościowych i przedsiębiorstwa przed nadmiernymi skutkami stosowania tych struktur akcji. Ponadto w ramach tego wariantu w prawie Unii można by

również określić, kto może posiadać akcje uprzywilejowane co do głosu, w jakich decyzjach uwzględnia się dodatkowe prawa głosu oraz na jakich warunkach (i czy w ogóle) można je przenosić na osobę trzecią. Wariant ten miałby dosyć nakazowy charakter, ponieważ wszystkie państwa członkowskie byłyby zobowiązane do wdrożenia tych samych sztywnych ram, w tym tych samych zabezpieczeń, co nie pozwalałoby na elastyczność państwom członkowskim, które już posiadają dobrze funkcjonujące regulacje w tym zakresie.

Dlatego też wariant preferowany byłby nie tylko skuteczny, ale również bardziej atrakcyjny pod względem kosztów dla zainteresowanych stron, w szczególności dla emitentów: państwa członkowskie, w których już funkcjonują systemy z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu, nie musiałyby zmieniać swoich przepisów, a przedsiębiorstwa w tych państwach członkowskich nie musiałyby dostosowywać się do nowego systemu i ponosić dodatkowych kosztów. Znacznie bardziej nakazowy wariant alternatywny (który nie jest wariantem preferowanym) prawdopodobnie doprowadziłby do znacznie wyższych kosztów (dostosowania) zarówno dla państw członkowskich, jak i emitentów w całej UE. Chociaż w ramach wariantu alternatywnego można by lepiej zabezpieczyć ogólne interesy inwestorów i interesy przedsiębiorstwa na poziomie UE, wariant ten może być nieodpowiedni dla niektórych państw członkowskich, w przypadku których nie wydaje się, aby obecne (elastyczne) rozwiązania dotyczące akcji uprzywilejowanych co do głosu niekorzystnie wpływały na inwestorów.

Oczekuje się, że wniosek będzie miał bezpośrednie skutki gospodarcze w postaci zwiększenia dostępu unijnych przedsiębiorstw do alternatywnych źródeł finansowania. Prawdopodobnie doprowadzi to do powstania większej liczby zachęt dla emitentów do wchodzenia na rynki publiczne w państwach członkowskich, w których takie struktury nie są dozwolone. W połączeniu z innymi środkami wzmacniającymi wniosek może zatem prowadzić do zwiększenia liczby emisji publicznych w UE, przyczyniając się tym samym do ogólnego rozwoju unijnych rynków kapitałowych.

Jeżeli chodzi o wpływ na środowisko, w tym kontrolę przestrzegania zasady „nie czynić poważnych szkód” i spójności polityki klimatycznej, oczekuje się, że niniejszy wniosek będzie miał pośredni pozytywny wpływ na środowisko, ponieważ przedsiębiorstwa pozyskujące finansowanie na rynkach publicznych mogą zaangażować się w rozwój i innowacje w zakresie nowych technologii przyjaznych dla środowiska. Wprowadzenie szczególnych zabezpieczeń powinno ponadto zminimalizować wpływ na przedsiębiorstwo wynikający z decyzji, które mogą spowodować negatywne konsekwencje w zakresie praw człowieka, klimatu i środowiska. Niniejszy wniosek sprzyjałby również rozwojowi bardziej otwartych i konkurencyjnych rynków kapitałowych, przynosząc korzyści w szczególności szybciej rozwijającym się przedsiębiorstwom w sektorze innowacji i sektorze intensywnie prowadzącym badania naukowe, które zazwyczaj mają większe potrzeby kapitałowe. Lepszy dostęp do finansowania pozwoli tym przedsiębiorstwom na szybszy rozwój i przeznaczenie większych zasobów finansowych na programy badawczo-rozwojowe, które mogą przyczynić się do osiągnięcia celów Europejskiego Zielonego Ładu.

Wniosek może mieć pośrednie pozytywne skutki społeczne, pod warunkiem że osiągnięty zostanie cel określony w preferowanym wariantcie, jakim jest ułatwienie przedsiębiorstwom dostępu do rynków publicznych, dzięki czemu będą one mogły korzystać z bardziej zróżnicowanej i większej puli źródeł finansowania, co pozwoli im na angażowanie się w innowacje społeczne i zwiększanie zatrudnienia. Ponieważ inicjatywa skierowana jest w szczególności do MŚP (a niektóre środki są skierowane bezpośrednio do nich), (pośredni) wpływ na zatrudnienie będzie prawdopodobnie szczególnie istotny. Obecnie MŚP w UE zapewniają zatrudnienie około 100 mln osób, odpowiadają za ponad połowę unijnego PKB i odgrywają kluczową rolę w tworzeniu wartości dodanej we wszystkich sektorach

gospodarki³⁶. Co ważne, stanowią one 99,8 % przedsiębiorstw w UE³⁷. Dzięki lepiej dopasowanemu i szerszemu dostępowi do finansowania przedsiębiorstwa te będą miały teraz możliwości szybszego wzrostu, co pozytywnie wpłynie na zatrudnienie w całej UE. W związku z tym oczekuje się, że środek ten, stanowiący część szerszego pakietu służącego ułatwieniu dostępu MŚP do finansowania pochodzącego z rynków kapitałowych, będzie miał pozytywny wpływ na unijny rynek pracy i zwiększy spójność gospodarczą.

Niniejszy wniosek prawdopodobnie będzie miał pośredni pozytywny wpływ na cyfryzację dzięki zapewnieniu szerszych i bardziej zróżnicowanych źródeł finansowania dla projektów i przedsiębiorstw wymagających dużych nakładów kapitałowych, również tych ukierunkowanych na cyfryzację i innowację.

W ocenie skutków stwierdzono, że proponowany „pakiet” środków przyczyni się do osiągnięcia nadrzędnego celu unii rynków kapitałowych, jakim jest ułatwienie przedsiębiorstwom dostępu do tych rynków. Ten pakiet środków będzie wspierać przedsiębiorstwa dopuszczone do obrotu w unijnych systemach obrotu, zmniejszając spoczywające na nich obciążenia administracyjne i umożliwiając poprawę płynności. W ocenie skutków podkreślono jednak również, że środki regulacyjne uwzględnione w niniejszej inicjatywie niekoniecznie same w sobie doprowadzą do zwiększenia liczby debiutów giełdowych w UE, gdyż zależy to od szeregu różnych czynników.

- **Sprawność regulacyjna i uproszczenie**

Nie stwierdzono wpływu na koszty administracyjne związanego z zasadą „jedno więcej – jedno mniej”, chociaż oczekuje się, że niniejsza inicjatywa pociągnie za sobą pewne koszty dostosowań. Przedsiębiorstwa mogą ponieść minimalne bezpośrednie koszty dostosowań związane z zapewnieniem, aby dopuszczanie do obrotu giełdowego odbywało się zgodnie z nowymi zasadami, a w szczególności z uwzględnieniem wprowadzonych zabezpieczeń służących ochronie inwestorów.

- **Prawa podstawowe**

Niniejszy wniosek nie narusza podstawowych praw i wolności określonych w Karcie praw podstawowych Unii Europejskiej. W kontekście niniejszej inicjatywy znaczenie mają swobodny przepływ osób i usług oraz swoboda przedsiębiorczości, które należą do podstawowych praw i wolności chronionych Traktatem o Unii Europejskiej i Traktatem o funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Wniosek ma wpływ na prawo do prywatności i ochrony danych osobowych niektórych akcjonariuszy i osób wykonujących prawo głosu w spółce, a także posiadaczy papierów wartościowych przyznających specjalne uprawnienia kontrolne. Celem przepisu zobowiązującego do ujawniania tożsamości tych akcjonariuszy i osób jest wzmocnienie zaufania inwestorów i ułatwienie podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych, a tym samym zwiększenie zarówno ochrony inwestorów, jak i wydajności rynku. Ponieważ inwestorem może być każda osoba, informacje te powinny być publicznie dostępne. Przepis nie wykracza poza to, co jest konieczne, aby chronić interesy inwestorów, umożliwiając im podejmowanie świadomych decyzji, oraz aby zagwarantować zaufanie inwestorów. Ponadto wniosek zawiera wymóg ujawnienia danych osobowych jedynie w odniesieniu do tych akcjonariuszy i osób, które mają znaczące uprawnienia decyzyjne lub mogą w inny sposób

³⁶ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, „Strategia MŚP na rzecz zrównoważonej i cyfrowej Europy”, COM(2020) 103 final, s. 1.

³⁷ Eurostat, 2018 Key Figures [Kluczowe dane] (europa.eu).

korzystać z uprawnień kontrolnych w spółce. Gdyby te dane nie były ujawniane, inwestorzy nie mogliby podejmować w pełni świadomych decyzji inwestycyjnych.

4. WPLYW NA BUDŻET

Oczekuje się, że niniejsza inicjatywa nie będzie mieć żadnego znaczącego wpływu na budżet UE.

5. ELEMENTY FAKULTATYWNE

- **Plany wdrożenia i monitorowanie, ocena i sprawozdania**

Po upływie pięciu lat od wdrożenia środka przewiduje się ocenę zgodną z wytycznymi Komisji dotyczącymi lepszego stanowienia prawa. Ocena będzie miała na celu sprawdzenie, między innymi, na ile dyrektywa jest skuteczna i efektywna pod względem osiągnięcia celów polityki, oraz ustalenie, czy zachodzi potrzeba przyjęcia nowych środków lub wprowadzenia zmian. Państwa członkowskie przekazują Komisji informacje niezbędne do przygotowania tej oceny.

- **Szczegółowe objaśnienia poszczególnych przepisów wniosku**

W art. 1 określa się przedmiot dyrektywy. Art. 1 w szczególności stanowi, że niniejsza dyrektywa dotyczy wyłącznie przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu przez spółki ubiegające się po raz pierwszy o dopuszczenie do obrotu giełdowego na rynku rozwoju MŚP w jednym państwie członkowskim lub ich większej liczbie.

Art. 2 zawiera definicje stosowane w niniejszej dyrektywie, obejmujące definicje „spółki”, „struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu”, „akcji uprzywilejowanych co do głosu” oraz „rynku rozwoju MŚP”.

W art. 3 wyjaśniono, że niniejsza dyrektywa przewiduje minimalną harmonizację oraz że państwa członkowskie mogą przyjąć lub utrzymać w mocy przepisy krajowe, które umożliwiają spółkom przyjęcie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w sytuacjach niewchodzących w zakres niniejszej dyrektywy.

W art. 4 określono zasadę, zgodnie z którą państwa członkowskie muszą zapewnić spółkom możliwość przyjmowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, gdy ubiegają się o dopuszczenie swoich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP po raz pierwszy. W art. 4 zapewniono również, aby państwa członkowskie pozostawiły spółkom elastyczność w zakresie przyjmowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu przed ubieganiem się o dopuszczenie ich akcji do obrotu. W takich przypadkach państwa członkowskie mają możliwość ustalenia, że zwiększone prawa głosu związane z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu mogą być wykorzystywane dopiero po dopuszczeniu do obrotu.

W art. 5 określono spoczywający na państwach członkowskich obowiązek zagwarantowania sprawiedliwego i równego traktowania akcjonariuszy oraz zapewnienia odpowiedniej ochrony interesów spółki i akcjonariuszy, którzy nie posiadają akcji uprzywilejowanych co do głosu, poprzez wprowadzenie odpowiednich zabezpieczeń. W tym celu w art. 5 przewiduje się minimalny poziom harmonizacji w odniesieniu do zabezpieczeń poprzez zobowiązanie państw członkowskich do wdrożenia niektórych zabezpieczeń wymienionych w tym artykule. W art. 5 wymieniono również dodatkowe zabezpieczenia, które mogą zostać przyjęte w tym celu przez państwa członkowskie.

W art. 6 określono wymogi dotyczące ujawniania informacji przez spółki, które przyjęły struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu – w momencie dopuszczenia

akcji spółki do obrotu, a następnie raz do roku. Obejmuje to informacje dotyczące struktury kapitału zakładowego spółki, cech akcji uprzywilejowanych co do głosu, jak również korzystania przez spółkę z innych mechanizmów służących zwiększaniu kontroli.

Art. 7 zawiera przepis dotyczący przeglądu niniejszej dyrektywy.

Art. 8 zawiera przepisy dotyczące transpozycji dyrektywy.

Art. 9 zawiera datę wejścia w życie niniejszej dyrektywy.

W art. 10 określono adresatów niniejszej dyrektywy.

Wniosek

DYREKTYWA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY**w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP**

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

PARLAMENT EUROPEJSKI I RADA UNII EUROPEJSKIEJ,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w szczególności jego art. 50 ust. 1, art. 50 ust. 2 lit. g) i art. 114,

uwzględniając wniosek Komisji Europejskiej,

po przekazaniu projektu aktu ustawodawczego parlamentom narodowym,

uwzględniając opinię Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego³⁸,

stanowiąc zgodnie ze zwykłą procedurą ustawodawczą,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Aby zwiększyć atrakcyjność rynków rozwoju MŚP oraz zmniejszyć nierówności między spółkami ubiegającymi się o dopuszczenie do obrotu na jednolitym rynku, konieczne jest usunięcie przeszkód w dostępie do takich rynków, które wynikają z barier regulacyjnych. Spółki powinny mieć możliwość wyboru struktur zarządzania, które najlepiej odpowiadają ich etapowi rozwoju, również poprzez umożliwienie akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny w tych spółkach zachowania kontroli nad spółką po uzyskaniu dostępu do rynków rozwoju MŚP, a jednocześnie powinny móc czerpać korzyści związane z obecnością ich akcji w obrocie na tych rynkach, pod warunkiem dalszego zabezpieczania praw akcjonariuszy mniejszościowych.
- (2) Obawa przed utratą kontroli nad spółką stanowi jeden z głównych czynników zniechęcających akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny do wejścia na rynki rozwoju MŚP. Dopuszczenie do obrotu zwykle wiąże się dla akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny z rozwodnieniem struktury własności, co zmniejsza ich wpływ na ważne decyzje inwestycyjne i operacyjne w spółce. Utrzymanie kontroli nad spółką może być szczególnie ważne dla przedsiębiorstw typu start-up oraz przedsiębiorstw realizujących długoterminowe projekty wymagające znacznych nakładów początkowych, ponieważ mogą one chcieć realizować swoją wizję, nie narażając się nadmiernie na wahania rynku.
- (3) Struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu to skuteczny mechanizm umożliwiający akcjonariuszom posiadającym pakiet kontrolny zachowanie uprawnień decyzyjnych w spółce, a jednocześnie pozyskiwanie środków finansowych na rynku publicznym. Struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu to forma mechanizmu służącego zwiększeniu kontroli, który zakłada

³⁸ Dz.U. C [...] z [...], s. [...].

istnienie co najmniej dwóch odrębnych rodzajów akcji związanych z odmienną liczbą praw głosu. W ramach takich struktur akcje co najmniej jednego rodzaju mają niższą wartość głosu niż akcje innego rodzaju (lub innych rodzajów) z prawem głosu. Akcje związane z większą liczbą głosów to akcje uprzywilejowane co do głosu.

- (4) Poza strukturami akcji obejmującymi akcje uprzywilejowane co do głosu istnieją inne mechanizmy służące zwiększaniu kontroli, które umożliwiają wykorzystanie prawa głosu. Mechanizmy takie mogą obejmować akcje bez prawa głosu, akcje uprzywilejowane bez prawa głosu oraz pułapy praw głosu. Te alternatywne mechanizmy służące zwiększaniu kontroli, których struktura jest sztywniejsza, mogą jednak ograniczać kwotę kapitału możliwego do pozyskania przez spółkę w momencie dopuszczenia do obrotu na rynkach rozwoju MŚP ze względu na mniejszy stopień rozdzielenia praw majątkowych od praw głosu.
- (5) Akcje lojalnościowe, podobnie jak akcje uprzywilejowane co do głosu, dają akcjonariuszom większe prawo głosu. Akcjonariusze mogą uzyskać dodatkowe prawa głosu wynikające z akcji lojalnościowych, jeśli będą posiadać te akcje przez określony czas i spełnią określone warunki. Akcje lojalnościowe to mechanizm służący zwiększaniu kontroli, którego celem jest wspieranie bardziej stabilnej, długoterminowej struktury własności wśród akcjonariuszy, a nie zwiększanie atrakcyjności pozyskiwania funduszy na rynku publicznym. W związku z tym akcje lojalnościowe nie powinny wchodzić w zakres niniejszej dyrektywy.
- (6) Istnieją znaczne różnice między przepisami krajowymi dotyczącymi akcji uprzywilejowanych co do głosu w poszczególnych państwach członkowskich. Niektóre państwa członkowskie dopuszczają struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu, podczas gdy inne ich zakazują. W niektórych państwach członkowskich zakaz stosowania akcji uprzywilejowanych co do głosu ogranicza się do spółek publicznych, natomiast w innych dotyczy wszystkich spółek. Różnice w systemach krajowych prowadzą do powstania barier dla swobodnego przepływu kapitału w ramach rynku wewnętrznego. Ponadto fragmentacja regulacyjna stwarza nierówne warunki działania dla spółek w różnych państwach członkowskich. Jeśli spółki z państw członkowskich, które zakazują stosowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, chcą, ubiegając się o dopuszczenie do obrotu, skorzystać z takiej struktury, są zmuszone przenieść się do innego państwa członkowskiego lub poza Unię, co wiąże się z wyższymi kosztami. W niektórych przypadkach z powodu tych wyższych kosztów spółki mogą nie zdecydować się na pozyskiwanie funduszy na rynku publicznym, co może ograniczyć ich możliwości finansowania. Takie względy są szczególnie istotne dla MŚP i przedsiębiorstw typu start-up, które nie mają środków finansowych na pokrycie tych kosztów.
- (7) Państwa członkowskie powinny zapewnić spółkom możliwość przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, aby umożliwić im ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku rozwoju MŚP bez konieczności zrzeczenia się kontroli nad spółką przez akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny. O ile dopuszczenie do obrotu na rynkach regulowanych jest właściwszym rozwiązaniem dla większych i dojrzałych spółek, o tyle rynki rozwoju MŚP są zasadniczo odpowiedniejsze dla MŚP. Rynki rozwoju MŚP zostały pierwotnie pomyślane jako systemy obrotu, które są przeznaczone dla MŚP i których traktowanie pod względem regulacyjnym uwzględnia specyfikę MŚP. Nie wszystkie spółki, których papiery wartościowe są notowane na rynkach rozwoju MŚP, są jednak MŚP. W dyrektywie

Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE³⁹ ustanowiono wymóg, zgodnie z którym MŚP muszą stanowić co najmniej 50 % emitentów instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP. Papiery wartościowe spółek innych niż MŚP charakteryzują się zazwyczaj większą płynnością, a zatem ich dopuszczenie do obrotu na rynkach rozwoju MŚP umożliwia tym rynkom generowanie wyższych opłat transakcyjnych, co pozwala im na utrzymanie rentowności ich modelu biznesowego. Niemniej obecnie wszyscy emitenci na rynkach rozwoju MŚP, niezależnie od wielkości, podlegają tym samym zasadom, co ma zapewnić jasność dla inwestorów. Wprowadzenie prawa do przyjmowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu powinno zatem dotyczyć wszystkich spółek ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP po raz pierwszy.

- (8) Państwa członkowskie powinny mieć możliwość wprowadzenia lub utrzymania w mocy przepisów krajowych, które umożliwiają spółkom przyjęcie tych struktur w celach innych niż dopuszczenie akcji po raz pierwszy do obrotu na rynku rozwoju MŚP. Obejmuje to zezwolenie spółkom na wprowadzenie akcji uprzywilejowanych co do głosu, gdy spółki te są już dopuszczone do obrotu, gdy ubiegają się o dopuszczenie do obrotu na wielostronnej platformie obrotu, która nie jest zarejestrowana jako rynek rozwoju MŚP, lub na rynku regulowanym, lub zapewnienie spółkom prywatnym możliwości przyjęcia akcji uprzywilejowanych co do głosu, niezależnie od tego, czy zamierzają one ubiegać się o dopuszczenie swoich akcji do obrotu. Może to również obejmować przypadki, w których spółki przenoszą się z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany, zachowując akcje uprzywilejowane co do głosu.
- (9) Spółki mogą przyjąć struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu w drodze nowej emisji akcji lub operacji korporacyjnych innego rodzaju, takich jak konwersja już wyemitowanych akcji. Spółki powinny mieć możliwość elastycznego wyboru najwłaściwszego rodzaju operacji korporacyjnych w celu przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu zgodnie z prawem krajowym. Ponadto należy również zapewnić spółkom elastyczność w odniesieniu do terminu przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, o ile przyjmują je w celu ubiegania się po pierwszy o dopuszczenie swoich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP. Państwa członkowskie nie powinny uniemożliwiać spółkom przyjmowania struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu przed dopuszczeniem akcji do obrotu. Państwa członkowskie powinny jednak mieć możliwość zastrzeżenia, że wykonywanie zwiększonych praw głosu, które oznaczają dodatkowe prawa głosu związane z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu w stosunku do praw głosu związanych z akcjami innego rodzaju, jest uzależnione od dopuszczenia akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP w co najmniej jednym państwie członkowskim. W takim przypadku i do czasu dopuszczenia do obrotu z akcji uprzywilejowanych co do głosu powinny przysługiwać takie same prawa głosu jak z innego rodzaju akcji spółki. Zagwarantowałoby to, że akcje uprzywilejowane co do głosu w szczególności sprzyjać będą dopuszczaniu akcji do obrotu po raz pierwszy na rynkach rozwoju MŚP.
- (10) Ze względu na to, że akcjonariuszom spółki nieposiadającym pakietu kontrolnego przysługiwałoby prawo głosu niewspółmiernie mniejsze niż wynikałoby to ze skali ich inwestycji, struktura akcji obejmująca akcje uprzywilejowane co do głosu może

³⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

zapewniać akcjonariuszom tej spółki posiadającym pakiet kontrolny permanentną kontrolę, co z kolei może doprowadzić do utrwalenia ich dominującej pozycji. Może to zwiększyć ryzyko, że akcjonariusze posiadający pakiet kontrolny będą czerpać z kontroli prywatne korzyści. Aby wyeliminować to ryzyko, przyjęcie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu powinno być obwarowane zabezpieczeniami mającymi na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych.

- (11) Państwa członkowskie, które dopuszczają akcje uprzywilejowane co do głosu, przewidują zabezpieczenia mające na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych i interesów spółki. Istniejące zabezpieczenia różnią się jednak w poszczególnych państwach członkowskich ze względu na specyfikę krajową i rozbieżne systemy prawa spółek. Uwzględniając cele rynku wewnętrznego określone w szczególności w art. 50 ust. 2 lit. g) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, państwa członkowskie powinny zapewnić w swoich przepisach krajowych dotyczących struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu skoordynowane podejście do ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i interesów spółki. Obejmuje to ochronę przed decyzjami stwarzającymi ryzyko niekorzystnych skutków z perspektywy praw człowieka, zmiany klimatu i środowiska lub powodującymi takie skutki. W ramach tego skoordynowanego podejścia wszystkie państwa członkowskie powinny zapewnić, aby każda decyzja o przyjęciu struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu lub o zmianie tej struktury, która ma wpływ na prawa głosu, była podejmowana kwalifikowaną większością głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Ponadto państwa członkowskie powinny ograniczyć wagę głosu wynikającego z akcji uprzywilejowanych co do głosu poprzez wprowadzenie ograniczeń dotyczących konstrukcji struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu albo ograniczeń w wykonywaniu praw głosu wynikających z akcji uprzywilejowanych co do głosu przy podejmowaniu określonych decyzji. Ograniczenia w wykonywaniu praw głosu można wdrożyć poprzez wprowadzenie wymogu, zgodnie z którym zatwierdzenie większością kwalifikowaną wymaga zarówno uzyskania kwalifikowanej większości głosów oddanych na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, jak i kwalifikowanej większości kapitału zakładowego reprezentowanego na tym zgromadzeniu.
- (12) W razie potrzeby państwa członkowskie powinny mieć swobodę wprowadzania dodatkowych zabezpieczeń służących zapewnieniu odpowiedniej ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i interesu spółki. Państwa członkowskie powinny ocenić stosowność dodatkowych zabezpieczeń w świetle ich skuteczności w zakresie ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych i interesów spółki, zapewniając jednocześnie, aby zabezpieczenia te nie stały w sprzeczności z celem, jaki przyświeca stosowaniu struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu, a jakim jest zapewnienie akcjonariuszom spółki posiadającym pakiet kontrolny możliwości wpływania na ważne decyzje, w tym powoływania dyrektorów.
- (13) Ujawnienie precyzyjnych, wyczerpujących i aktualnych informacji o emitentach zwiększa zaufanie inwestorów i umożliwia podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych. Podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych wpływa zarówno na poprawę ochrony inwestorów, jak i wydajność rynku. Państwa członkowskie powinny zatem zobowiązać spółki o strukturze akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu do publikowania szczegółowych informacji na temat ich struktury akcji i systemu ładu korporacyjnego w momencie dopuszczenia do obrotu, a także okresowo – w rocznym sprawozdaniu finansowym. Powinny one obejmować informacje na temat wszelkich ograniczeń posiadania papierów wartościowych, w tym

na temat tego, czy przeniesienie prawa własności papierów wartościowych wymaga uzyskania zgody spółki albo pozostałych posiadaczy papierów wartościowych. W informacjach tych należy zawrzeć również wzmiankę o wszelkich ograniczeniach odnośnie do wykonywania prawa głosu, w tym o ograniczeniach w wykonywaniu prawa głosu przez posiadaczy określonego odsetka lub liczby głosów, ograniczeniach czasowych dotyczących wykonywania prawa głosu lub systemach, w których prawa finansowe związane z papierami wartościowymi są oddzielone od faktu posiadania papierów wartościowych. Ponadto, spółki te powinny ujawniać tożsamość posiadaczy akcji uprzywilejowanych co do głosu, jak również osób fizycznych uprawnionych do wykonywania praw głosu w ich imieniu oraz osób korzystających ze specjalnych uprawnień kontrolnych, aby zapewnić inwestorom, jako osobom należącym do ogółu społeczeństwa, przejrzystość w zakresie ostatecznej własności i faktycznego wpływu na spółkę. Pozwoliłoby to inwestorom na podejmowanie świadomych decyzji i tym samym wzmocniło ich zaufanie do prawidłowo funkcjonujących rynków kapitałowych.

- (14) Ponieważ cele niniejszej dyrektywy, a mianowicie zwiększenie możliwości finansowania dla przedsiębiorstw i uatrakcyjnienie rynków rozwoju MŚP, nie mogą zostać osiągnięte w sposób wystarczający i terminowy przez państwa członkowskie, natomiast ze względu na rozmiary i skutki środków możliwe jest ich skuteczniejsze i szybsze osiągnięcie na szczeblu Unii, może ona podjąć działania zgodnie z zasadą pomocniczości określoną w art. 5 Traktatu o Unii Europejskiej. Zgodnie z zasadą proporcjonalności określoną w tym artykule niniejsza dyrektywa nie wykracza poza to, co jest konieczne do osiągnięcia tych celów.
- (15) W celu uwzględnienia zmian na rynku oraz zmian w innych obszarach prawa Unii lub doświadczeń państw członkowskich w zakresie wdrażania niniejszej dyrektywy Komisja powinna przeprowadzić jej przegląd po upływie pięciu lat od daty jej transpozycji.
- (16) Zgodnie ze wspólną deklaracją polityczną z dnia 28 września 2011 r. państw członkowskich i Komisji dotyczącą dokumentów wyjaśniających⁴⁰ państwa członkowskie zobowiązały się do złożenia, w uzasadnionych przypadkach, wraz z powiadomieniem o środkach transpozycji, jednego lub większej liczby dokumentów wyjaśniających związku między elementami dyrektywy a odpowiadającymi im częściami krajowych instrumentów transpozycyjnych. W odniesieniu do niniejszej dyrektywy ustawodawca uznaje, że przekazanie takich dokumentów jest uzasadnione.
- (17) Zgodnie z art. 42 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/1725⁴¹ skonsultowano się z Europejskim Inspektorem Ochrony Danych, który wydał opinię w dniu [XX XX 2022/2023] r.⁴²,

PRZYJMUJĄ NINIEJSZĄ DYREKTYWĘ:

Artykuł 1

Przedmiot

⁴⁰ Dz.U. C 369 z 17.12.2011, s. 14.

⁴¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/1725 z dnia 23 października 2018 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych przez instytucje, organy i jednostki organizacyjne Unii i swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia rozporządzenia (WE) nr 45/2001 i decyzji nr 1247/2002/WE (Tekst mający znaczenie dla EOG) (Dz.U. L 295 z 21.11.2018, s. 39).

⁴² [Urząd Publikacji: gdy opinia będzie dostępna, proszę wstawić przypis zawierający odesłanie].

W niniejszej dyrektywie ustanawia się wspólne przepisy dotyczące struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach, które ubiegają się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP w jednym państwie członkowskim lub większej ich liczbie i których akcje nie zostały jeszcze dopuszczone do obrotu w żadnym systemie obrotu.

Artykuł 2

Definicje

Do celów niniejszej dyrektywy stosuje się następujące definicje:

- a) „spółka” oznacza podmiot prawny utworzony jako jedna z form spółek wymienionych w załączniku I do dyrektywy (UE) 2017/1132;
- b) „akcje uprzywilejowane co do głosu” oznaczają odrębny i odmienny rodzaj akcji, które dają większe prawa głosu niż inny rodzaj akcji z prawem głosu w sprawach rozstrzyganych na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy;
- c) „struktura akcji obejmująca akcje uprzywilejowane co do głosu” oznacza strukturę akcji spółki, która obejmuje co najmniej jeden rodzaj akcji uprzywilejowanych co do głosu;
- d) „system obrotu” oznacza system obrotu zdefiniowany w art. 4 ust. 1 pkt 24 dyrektywy 2014/65/UE;
- e) „rynek rozwoju MŚP” oznacza rynek rozwoju MŚP zdefiniowany w art. 4 ust. 1 pkt 12 dyrektywy 2014/65/UE;
- f) „ważony stosunek głosów” oznacza stosunek głosów wynikających z akcji uprzywilejowanych co do głosu do głosów wynikających z akcji z najmniejszym prawem głosu.

Artykuł 3

Wprowadzenie lub utrzymanie przepisów krajowych dotyczących akcji uprzywilejowanych co do głosu

Państwa członkowskie mogą przyjąć lub utrzymać w mocy przepisy krajowe, które umożliwiają spółkom przyjmowanie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w sytuacjach niewchodzących w zakres niniejszej dyrektywy.

Artykuł 4

Przyjęcie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu

1. Państwa członkowskie zapewniają, aby spółki, które nie posiadają akcji dopuszczonych do obrotu w systemie obrotu, miały prawo przyjąć struktury akcji obejmujące akcje uprzywilejowane co do głosu w celu dopuszczenia akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP w jednym państwie członkowskim lub większej ich liczbie. Państwa członkowskie nie mogą uniemożliwić dopuszczenia do obrotu akcji spółki na rynku rozwoju MŚP z powodu przyjęcia przez spółkę struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu.
2. Prawo, o którym mowa w ust. 1, obejmuje prawo do przyjęcia struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w okresie poprzedzającym ubieganie się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP.

3. Państwa członkowskie mogą uzależnić wykonywanie zwiększonych praw głosu wynikających z akcji uprzywilejowanych co do głosu od dopuszczenia akcji do obrotu na rynku rozwoju MŚP w jednym państwie członkowskim lub większej ich liczbie.

Artykuł 5

Zabezpieczenia gwarantujące sprawiedliwe i niedyskryminacyjne traktowanie akcjonariuszy spółki

1. Państwa członkowskie zapewniają sprawiedliwe i niedyskryminacyjne traktowanie akcjonariuszy, jak również odpowiednią ochronę interesów akcjonariuszy, którzy nie posiadają akcji uprzywilejowanych co do głosu, oraz interesu spółki poprzez wprowadzenie odpowiednich zabezpieczeń. W tym celu państwa członkowskie podejmują wszystkie następujące działania:
 - a) zapewniają, aby decyzja spółki o przyjęciu struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu oraz wszelkie późniejsze decyzje o zmianie struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu, które to decyzje mają wpływ na prawa głosu, były podejmowane przez walne zgromadzenie akcjonariuszy tej spółki i zatwierdzane kwalifikowaną większością głosów zgodnie z prawem krajowym.

Do celów niniejszej litery, jeżeli istnieje kilka rodzajów akcji, decyzje takie podlegają również odrębnemu głosowaniu w odniesieniu do każdego rodzaju akcjonariuszy, których praw dotyczą;
 - b) ograniczają wagę głosu związanego akcjami uprzywilejowanymi co do głosu przy wykonywaniu praw innych akcjonariuszy, w szczególności podczas walnych zgromadzeń, poprzez wprowadzenie jednego z następujących rozwiązań:
 - (i) maksymalny ważony stosunek głosów oraz wymóg dotyczący maksymalnego odsetka pozostającego w obrocie kapitału zakładowego, jaki może reprezentować łączna liczba akcji uprzywilejowanych co do głosu;
 - (ii) ograniczenie wykonywania zwiększonych praw głosu związanych z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu w sprawach, które mają być rozstrzygane na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i które wymagają zatwierdzenia kwalifikowaną większością głosów.
2. Państwa członkowskie mogą przewidzieć dalsze zabezpieczenia w celu zapewnienia odpowiedniej ochrony akcjonariuszy i interesów spółki. Zabezpieczenia te mogą obejmować w szczególności:
 - a) przepis mający na celu zapobieganie przeniesieniu na osoby trzecie zwiększonych praw głosu związanych z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu lub ich utrzymaniu po śmierci, ubezwłasnowolnieniu lub przejściu na emeryturę pierwotnego posiadacza akcji uprzywilejowanych co do głosu (klauzula wygaśnięcia uruchamiana w przypadku przeniesienia);
 - b) przepis mający na celu zapobieganie utrzymaniu zwiększonych praw głosu związanych z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu po upływie określonego czasu (klauzula wygaśnięcia uruchamiana po upływie określonego czasu);

- c) przepis mający na celu zapobieganie utrzymaniu zwiększonych praw głosu związanych z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu po wystąpieniu określonego zdarzenia (klauzula wygaśnięcia uruchamiana po wystąpieniu określonego zdarzenia);
- d) wymóg mający na celu zapewnienie, aby zwiększone prawa głosu nie mogły być wykorzystywane do blokowania przyjmowania przez walne zgromadzenie akcjonariuszy decyzji mających na celu zapobieganie niekorzystnym skutkom dla praw człowieka i środowiska związanym z działalnością spółki, ich ograniczenie lub wyeliminowanie.

Artykuł 6

Przejrzystość

1. Państwa członkowskie zapewniają, aby spółki o strukturze akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu, których akcje są lub mają być przedmiotem obrotu na rynku rozwoju MŚP, podawały do publicznej wiadomości w [dokumencie emisyjnym UE na rzecz rozwoju, o którym mowa w art. 15a] rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129⁴³ lub w dokumencie o dopuszczeniu do obrotu, o którym mowa w art. 33 ust. 3 lit. c) dyrektywy (UE) 2014/65/UE oraz w rocznym sprawozdaniu finansowym spółki, o którym mowa w art. 78 ust. 2 lit. g) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565⁴⁴, szczegółowe informacje dotyczące wszystkich poniższych kwestii:
 - a) struktury ich kapitału, łącznie z papierami wartościowymi, które nie są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP w państwie członkowskim, ze wskazaniem poszczególnych rodzajów akcji i, dla każdego rodzaju akcji, praw i obowiązków z nimi związanych oraz udziału w całkowitym kapitale zakładowym i w łącznej liczbie głosów, jaki odpowiada danemu rodzajowi akcji;
 - b) wszelkich ograniczeń dotyczących przenoszenia prawa własności papierów wartościowych, w tym wszelkich znanych spółce umów między akcjonariuszami, które mogłyby skutkować ograniczeniami w przenoszeniu prawa własności papierów wartościowych;
 - c) tożsamości posiadaczy wszelkich papierów wartościowych, które dają specjalne uprawnienia kontrolne, wraz z opisem tych uprawnień;
 - d) wszelkich ograniczeń praw głosu, w tym wszelkich znanych spółce umów pomiędzy akcjonariuszami, które mogłyby skutkować ograniczeniem praw głosu;
 - e) tożsamości akcjonariuszy posiadających akcje uprzywilejowane co do głosu oraz, w stosownych przypadkach, osoby fizycznej lub prawnej uprawnionej do wykonywania prawa głosu w imieniu takich akcjonariuszy.

⁴³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).

⁴⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1).

2. W przypadku gdy posiadaczami akcji uprzywilejowanych co do głosu lub osobami uprawnionymi do wykonywania prawa głosu w ich imieniu lub posiadaczami papierów wartościowych ze specjalnymi uprawnieniami kontrolnymi są osoby fizyczne, wymóg ujawnienia ich tożsamości dotyczy jedynie podania ich imion i nazwisk.

Artykuł 7

Przegląd

Do dnia [pięć lat po wejściu w życie] r. Komisja złoży Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie dotyczące wdrożenia i skutków niniejszej dyrektywy. W tym celu do dnia [cztery lata po wejściu w życie] r. państwa członkowskie przekażą Komisji informacje dotyczące w szczególności:

- a) liczby spółek dopuszczonych do obrotu z akcjami uprzywilejowanymi co do głosu;
- b) sektora, w którym działają spółki, o których mowa w lit. a), oraz odpowiedniej kapitalizacji w momencie emisji;
- c) zabezpieczeń służących ochronie inwestorów stosowanych przez spółki, o których mowa w lit. a), w odniesieniu do struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu.

Artykuł 8

Transpozycja

- 1. Państwa członkowskie wprowadzają w życie przepisy ustawowe, wykonawcze i administracyjne niezbędne do wykonania niniejszej dyrektywy w terminie dwóch lat od daty od wejścia w życie niniejszej dyrektywy. Niezwłocznie powiadamiają o tym Komisję. Przepisy przyjęte przez państwa członkowskie zawierają odniesienie do niniejszej dyrektywy lub odniesienie takie towarzyszy ich urzędowej publikacji. Sposób dokonywania takiego odniesienia określany jest przez państwa członkowskie.
- 2. Państwa członkowskie przekazują Komisji tekst podstawowych przepisów prawa krajowego przyjętych w dziedzinie objętej niniejszą dyrektywą.

Artykuł 9

Wejście w życie

Niniejsza dyrektywa wchodzi w życie dwudziestego dnia po jej opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Artykuł 10

Adresaci

Niniejsza dyrektywa skierowana jest do państw członkowskich.
Sporządzono w Brukseli dnia [...] r.

W imieniu Parlamentu Europejskiego
Przewodnicząca
[...]

W imieniu Rady
Przewodniczący
[...]