



Consiliul
Uniunii Europene

Bruxelles, 16 decembrie 2022
(OR. en)

16168/22

**Dosar interinstituțional:
2022/0406(COD)**

**DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052**

PROPUNERE

Sursă:	Secretara Generală a Comisiei Europene, sub semnătura dnei Martine DEPREZ, Directoare
Data primirii:	8 decembrie 2022
Destinatar:	Dna Thérèse BLANCHET, Secretară Generală a Consiliului Uniunii Europene
Nr. doc. Csie:	COM(2022) 761 final
Subiect:	Propunere de DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple din societățile care solicită admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri

În anexă, se pune la dispoziția delegațiilor documentul COM(2022) 761 final.

Anexă: COM(2022) 761 final



COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Propunere de

DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI

**privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple din societățile care solicită
admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri**

(Text cu relevanță pentru SEE)

EXPUNERE DE MOTIVE

1. CONTEXTUL PROPUNERII

• Motivele și obiectivele propunerii

Prezenta propunere face parte din pachetul de acte legislative privind cotarea la bursă, un set de măsuri menite să sporească atractivitatea piețelor publice de capital pentru întreprinderile din UE și să faciliteze accesul întreprinderilor mici și mijlocii (IMM-uri) la capital. Propunerea este conformă cu obiectivul principal al uniunii piețelor de capital (UPC) de a îmbunătăți accesul întreprinderilor din UE, inclusiv al întreprinderilor mai mici, la surse de finanțare bazate pe piață în fiecare etapă a dezvoltării lor. Întreprinderile cotate la bursă depășesc adesea întreprinderile private în ceea ce privește creșterea anuală a veniturilor și crearea de locuri de muncă. Prin cotarea pe piețele publice, întreprinderile își pot diversifica baza de investitori, își pot reduce dependența de creditele bancare, pot obține acces mai ușor la capital propriu suplimentar și la finanțare prin îndatorare (prin oferte secundare), pot deveni mai vizibile pentru public și pot spori nivelul de recunoaștere a mărcilor.

De la publicarea primului plan de acțiune privind UPC în 2015, s-au înregistrat progrese în direcția unui acces mai ușor și mai puțin costisitor al întreprinderilor, în special al IMM-urilor, la piețele publice. În ianuarie 2018, Directiva privind piețele instrumentelor financiare II (MiFID II)¹ a introdus o nouă categorie de sisteme multilaterale de tranzacționare (*Multilateral Trading Facility* – MTF), și anume piețele de creștere pentru IMM-uri, pentru a stimula accesul IMM-urilor la piețele de capital². În 2019 au fost stabilite noi norme ale UE menite să reducă birocrăția și sarcina normativă pentru întreprinderile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, menținându-se totodată un nivel ridicat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței³. Și totuși, în pofida modificărilor introduse, părțile interesate susțin în continuare că sunt necesare măsuri de reglementare suplimentare pentru a simplifica procesul de cotare la bursă și pentru a-l face mai flexibil pentru emitenți. În noul plan de acțiune privind UPC, adoptat în septembrie 2020, s-au anunțat următoarele: „Pentru a promova și a diversifica accesul la finanțare al întreprinderilor mici și inovatoare, Comisia va urmări să simplifice normele de cotare pe piețele publice.” Ca urmare a acestui anunț și pe baza Regulamentului (UE) 2019/2115, Comisia a înființat un Grup de experți tehnici al părților interesate (TESG) privind IMM-urile, care a confirmat preocupările părților interesate cu privire la necesitatea unor acțiuni legislative suplimentare pentru a sprijini cotarea la bursă a întreprinderilor, în special a IMM-urilor. În raportul său final din mai 2021, TESG a formulat

¹ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (reformare) (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

² Pentru ca un MTF să se califice drept piață de creștere pentru IMM-uri, trebuie ca cel puțin 50 % dintre emitenții ale căror instrumente financiare sunt tranzacționate în cadrul acestui MTF să fie IMM-uri, definite în MiFID II drept societăți cu o capitalizare bursieră medie mai mică de 200 de milioane EUR (a se vedea considerentul 132 din MiFID II). Pentru a asigura un nivel adecvat de protecție a investitorilor, este de asemenea necesar ca normele de cotare pe piețele de creștere pentru IMM-uri să respecte anumite standarde de calitate, printre care necesitatea de a elabora un document de admitere corespunzător (în cazul în care nu este obligatoriu un prospect) și de a respecta obligația privind raportarea financiară periodică. Cadrul privind piețele de creștere pentru IMM-uri a fost elaborat pentru a recunoaște într-un grad mai mare nevoile speciale ale IMM-urilor care intră pentru prima dată pe piețele de capital și de obligațiuni.

³ Regulamentul (UE) 2019/2115 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 de modificare a Directivei 2014/65/UE și a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri (JO L 320, 11.12.2019, p. 1).

12 recomandări de modificare a cadrului de cotare atât pe piețele reglementate, cât și pe piețele de creștere pentru IMM-uri⁴.

La 15 septembrie 2021, președinta von der Leyen a anunțat în scrisoarea sa de intenție⁵ adresată Parlamentului și Președinției Consiliului o propunere legislativă de facilitare a accesului IMM-urilor la capital, care a fost inclusă în programul de lucru al Comisiei pentru 2022⁶.

Decizia unei întreprinderi de a fi cotate la bursă este complexă și este influențată de o multitudine de factori, dintre care mulți sunt în afara sferei de acțiune a autorităților de reglementare și, prin urmare, nu pot fi abordați direct printr-o intervenție legislativă. De exemplu, caracteristicile ecosistemului care determină costul serviciilor de cotare, instabilitatea geopolitică, Brexitul, pandemia de COVID-19, politica băncilor centrale și inflația au avut (și vor avea în continuare) un impact asupra deciziei de cotare la bursă, asupra momentului cotării și a pieței pe care să aibă loc cotare, precum și asupra oportunității de a rămâne cotate în UE. Cerințele de reglementare, împreună cu costurile și sarcinile aferente, reprezintă însă și ele factori importanți în decizia unei întreprinderi de a fi și a rămâne cotate la bursă. Pachetul de acte legislative privind cotare la bursă prezintă un set specific de măsuri, care sunt menite: (i) să reducă sarcina normativă atunci când aceasta este considerată excesivă (adică atunci când reglementarea ar putea contribui la protecția investitorilor/integritatea pieței într-un mod mai eficient din punctul de vedere al costurilor pentru părțile interesate); și (ii) să sporească flexibilitatea acordată fondatorilor/acționarilor majoritari ai unei întreprinderi, în temeiul dreptului societăților comerciale, de a alege modul de distribuire a drepturilor de vot după admiterea la tranzacționare a acțiunilor.

Cadrul de reglementare care se aplică procesului de cotare la bursă este multidimensional. Întreprinderile trebuie să respecte cerințele de reglementare înainte, în timpul și după oferta publică inițială (OPI). Prezenta propunere se axează pe barierele de reglementare care apar în etapa premergătoare OPI și se referă la oportunitățile inegale pe care le au întreprinderile de pe cuprinsul UE atunci când aleg structurile de guvernare adecvate la momentul cotării la bursă. Propunerea de directivă este însoțită de alte două propuneri legislative: (i) o propunere de regulament de modificare a Regulamentului privind prospectul⁷, a Regulamentului privind abuzul de piață (MAR)⁸, (ii) Regulamentul privind piețele instrumentelor financiare (MiFIR)⁹ și (iii) o propunere de directivă de abrogare a Directivei privind cotare¹⁰ și de modificare a MiFID II. Ambele propuneri vizează simplificarea și clarificarea cerințelor de publicare a

⁴ Raportul final al Grupului de experți tehnici al părților interesate (TESG) privind IMM-urile – *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* (Capacitatea piețelor de capital ale UE pentru IMM-uri – Cotarea la bursă revine la modă) (europa.eu).

⁵ A se vedea p. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_ro.pdf* (europa.eu).

⁶ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor: Programul de lucru al Comisiei pentru 2022. Împreună pentru o Europă mai puternică, COM(2021) 645 final cwp2022_ro.pdf (europa.eu).

⁷ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE (JO L 168, 30.6.2017, p. 12).

⁸ Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 aprilie 2014 privind abuzul de piață și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei (JO L 173, 12.6.2014, p. 1).

⁹ Regulamentul (UE) nr. 600/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012.

¹⁰ Directiva 2001/34/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 28 mai 2001 privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori și informațiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare (JO L 184, 6.7.2001, p. 1).

informațiilor aplicabile pe piețele primare și secundare, menținând totodată un nivel adecvat de protecție a investitorilor și de integritate a pieței. Propunerea de directivă de abrogare a Directivei privind cotarea la bursă și de modificare a MiFID II urmărește, de asemenea, să sporească nivelul actual scăzut al cercetării pentru investiții în IMM-uri.

Una dintre principalele probleme care descurajează fondatorii și familiile să ia decizia cotării publice (în etapa anterioară OPI) este teama de a-și pierde controlul asupra întreprinderii odată ce aceasta este cotată la bursă. Cotarea la bursă determină diluarea proprietății, reducând astfel controlul fondatorilor și al familiilor asupra investițiilor importante și asupra deciziilor legate de activitatea întreprinderii. Probabilitatea cotării pe piețele publice a întreprinderilor, în special a IMM-urilor, este mai mare dacă acționarii majoritari își pot păstra puterea de decizie în cadrul întreprinderii după cotare. Astfel, ei pot să orchestreze în continuare activitatea în conformitate cu viziunea lor strategică, beneficiind în același timp de avantajele asociate cotării la bursă și atrăgând fonduri suficiente încât să justifice parcurgerea procesului de cotare. Acest lucru este valabil în special în cazul întreprinderilor de familie mai mici, al întreprinderilor nou-înființate și al întreprinderilor cu proiecte pe termen lung care necesită costuri inițiale semnificative. În cazul tuturor acestor întreprinderi poate exista riscul de a fi expuse în mod excesiv fluctuațiilor piețelor publice sau amenințării unei preluări ostile. De asemenea, ele ar beneficia cel mai mult de pe urma cotării pe o piață de creștere pentru IMM-uri – o categorie de MTF-uri concepute special pentru IMM-uri, unde pot avea avantajul unor cerințe de reglementare mai puțin stricte. Este posibil ca întreprinderile mai mici să aibă o nevoie mai mare de finanțare diversificată decât întreprinderile mai mari, din cauza profilului lor de obicei mai riscant, a vizibilității reduse în fața potențialilor investitori, a incapacității de a fi cotate în străinătate și, în unele cazuri, a nevoii mai mari de a se extinde. Prin urmare, având în vedere că accesul la piețele publice este deosebit de important pentru întreprinderile mici și cu creștere rapidă, în prezenta propunere se pune accentul pe întreprinderile cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple reprezintă un mecanism eficace prin care permite proprietarii de întreprinderi își pot păstra competențele decizionale în cadrul întreprinderii, atrăgând în același timp fonduri pe piețele publice. Aceste structuri de acțiuni permit unui acționar (sau unui grup de acționari) să dețină o participație majoritară într-o întreprindere fără a trebui să investească fonduri proporționale cu dimensiunea participației, ca în cazul în care toate acțiunile au aceeași putere de vot. Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple cuprind, de regulă, cel puțin două clase distincte și separate de acțiuni, în care acțiunilor din fiecare clasă le este atașat un număr diferit de drepturi de vot.

Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple reprezintă doar unul dintre mecanismele existente de consolidare a controlului, și anume mecanismele care generează o discrepanță în relația dintre proprietatea financiară și puterea de vot, rezultatul fiind că un acționar își poate majora controlul fără a deține o participație proporțională de capital. Studiul privind proporționalitatea dintre proprietate și control în statele membre¹¹, publicat în 2007, a arătat că printre mecanismele disponibile pentru consolidarea/fixarea controlului prin valorificarea

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

puterii de vot se mai pot regăsi acțiunile de fidelitate¹², acțiunile fără drept de vot¹³, acțiunile preferențiale fără drept de vot¹⁴ și plafoanele drepturilor de vot¹⁵.

Având însă o structură mai rigidă, majoritatea acestor structuri alternative de acțiuni limitează volumul fondurilor care pot fi mobilizate în etapa OPI și prin emisiuni ulterioare. În plus, acțiunile de fidelitate reprezintă un mecanism de control consolidat care este conceput în mod specific pentru a încuraja participarea pe termen lung în rândul investitorilor și pentru a conduce la o proprietate mai stabilă, orientată pe termen lung, nu pentru a spori atractivitatea atragerii de fonduri de la public. Deoarece acțiunile de fidelitate sunt asociate de obicei cu mai puține drepturi de vot suplimentare decât acțiunile cu drepturi de vot multiple pentru acționarii majoritari și deoarece trebuie să fi fost de regulă deținute timp de o anumită perioadă înainte de activarea drepturilor de vot sporite, acestea sunt considerate mai puțin atractive de către fondatori și de către întreprinderile familiale. Acest lucru este susținut de dovezi empirice, care au demonstrat că introducerea acțiunilor de fidelitate în anumite state membre nu a sporit numărul de întreprinderi care obțin acces la piețele publice. În schimb, acțiunile cu drepturi de vot multiple ar permite fondatorilor să păstreze controlul atunci când vând o parte mai mare din investiția lor în întreprindere, datorită disocierii mai mari dintre interesul economic și drepturile de vot.

Introducerea unor structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple într-o întreprindere are drept rezultat faptul că alți acționari (investitori) au mai puțină putere de decizie în raport cu investițiile lor economice. Această scădere a puterii de vot ar putea conduce la probleme specifice dacă nu este atenuată în mod corespunzător. Problemele ar putea consta, de exemplu, în consolidarea acționarilor¹⁶, în canalizarea activelor întreprinderii și, în general, în obținerea de beneficii private de către acționarul majoritar, de exemplu prin tranzacții cu părți afiliate. În plus, efectul de diluare al acțiunilor cu drepturi de vot multiple poate avea ca rezultat blocarea de către acționarii majoritari a anumitor rezoluții, inclusiv a celor care vizează obiective de durabilitate, susținând astfel interesele acționarului majoritar și nu dezvoltarea durabilă pe termen lung a întreprinderii. Totuși, aceste probleme potențiale pot fi soluționate prin instituirea unor garanții menite să protejeze acționarii minoritari și interesele întreprinderii, cum ar fi un raport maxim de vot, clauze de limitare în timp și limitarea utilizării acțiunilor cu drepturi de vot multiple în anumite cazuri, de exemplu în ceea ce privește aspectele legate de durabilitate.

În prezent, la nivelul UE structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple sunt fragmentate, ceea ce duce la oportunități inegale pentru întreprinderile din UE atunci când decid să devină cotate la bursă. Unele state membre, precum Suedia sau Danemarca, au permis existența

¹² Acțiunile de fidelitate sunt acțiuni care conferă mai multă putere de vot acționarilor care le-au deținut pentru o anumită perioadă de timp. De regulă, acționarii care dețin acțiuni de fidelitate obțin două voturi pentru fiecare acțiune, în loc de un vot, în cazul în care și-au deținut acțiunile timp de doi ani sau mai mult.

¹³ Acțiunile fără drept de vot sunt acțiuni care nu conferă drept de vot și nici drepturi speciale legate de fluxul de numerar (cum ar fi dividendele preferențiale) pentru a compensa absența drepturilor de vot.

¹⁴ Acțiunile preferențiale fără drept de vot sunt acțiuni fără drept de vot emise cu un drept special legat de fluxul de numerar pentru a compensa absența drepturilor de vot [de exemplu, dividendele preferențiale (mai mari sau garantate)].

¹⁵ Un plafon al dreptului de vot este o restricție care interzice acționarilor să voteze peste un anumit prag, indiferent de numărul de acțiuni cu drept de vot pe care le dețin. Plafoanele drepturilor de vot pot fi exprimate ca procent din totalul drepturilor de vot în vigoare (de exemplu, atunci când niciun acționar nu poate vota pentru mai mult de 3 % din capitalul social al întreprinderii) sau ca procent din totalul voturilor exprimate în cadrul unei adunări generale (frecvent în statele membre).

¹⁶ Consolidarea acționarilor este situația în care acționarii majoritari dețin permanent controlul și, prin urmare, pot lua decizii în beneficiul propriu fără a ține seama de interesele întreprinderii și ale altor acționari, ceilalți acționari neputând să conteste în mod real aceste decizii.

acțiunilor cu drepturi de vot multiple aproape de la momentul creării piețelor lor de capital. În Suedia, procentul întreprinderilor cotate la bursă care au astfel de structuri de acțiuni a rămas întotdeauna peste 40 %, iar în Finlanda și Danemarca acestea reprezintă majoritatea întreprinderilor cotate la bursă din punctul de vedere al capitalizării bursiere. În schimb, alte state membre au interzis acțiunile cu drepturi de vot multiple. În unele cazuri, interdicția este limitată la societățile pe acțiuni, de exemplu în Germania și Belgia, în timp ce în altele se aplică tuturor întreprinderilor, de exemplu în Austria și Croația.

Diferențele existente între regimurile naționale ale structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple creează condiții de concurență inechitabile pentru întreprinderile din diferite state membre. Antreprenorii și întreprinderile din statele membre care interzic structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple se află într-o poziție dezavantajoasă comparativ cu întreprinderile din statele membre care permit structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple. Antreprenorii și întreprinderile care doresc să introducă structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple și să beneficieze de flexibilitatea acestora trebuie să aleagă între a rămâne private sau a se muta într-un alt stat membru (sau într-o țară din afara UE), ceea ce le restrânge și mai mult opțiunile de finanțare și majorează costul capitalului. Sunt afectate în special IMM-urile și întreprinderile nou-înființate aflate în faza de început, care nu dispun de resurse pentru a acoperi costurile suplimentare asociate cotării la bursă într-un alt stat membru sau într-o țară din afara UE.

Prezenta propunere urmărește să realizeze o armonizare minimă a legislațiilor naționale privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple ale întreprinderilor cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri, lăsând în același timp statelor membre suficientă flexibilitate pentru punerea sa în aplicare. În timp ce piețele reglementate sunt, în general, mai potrivite pentru întreprinderile mai mari și mai mature, piețele de creștere pentru IMM-uri au fost în mare parte concepute pentru cotarea întreprinderilor mai mici, iar tratamentul normativ al piețelor de creștere pentru IMM-uri ține seama de particularitățile IMM-urilor. Totuși, nu toate întreprinderile ale căror valori mobiliare sunt cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri sunt IMM-uri. Întreprinderile care nu sunt IMM-uri au, în general, valori mobiliare mai lichide și, prin urmare, includerea lor dă posibilitatea piețelor de creștere pentru IMM-uri să genereze comisioane de tranzacționare mai mari, menținând profitabilitatea modelului de afaceri. Cu toate acestea, pentru a asigura claritatea pentru investitori, toți emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, indiferent de dimensiunea lor, fac în prezent obiectul aceluiași norme. În conformitate cu această abordare, prezenta propunere introduce posibilitatea de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple pentru toate întreprinderile care solicită admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri pentru prima dată.

Prezenta propunere prevede garanții menite să asigure protecția acționarilor minoritari și a intereselor întreprinderii. Aceste garanții constau în obligația tuturor statelor membre să se asigure că orice decizie de a adopta o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple sau de a modifica structura respectivă în cazul în care există un impact asupra drepturilor de vot este luată cu majoritate calificată în cadrul adunării generale a acționarilor. Garanțiile prevăzute în prezenta propunere introduc și o limitare a ponderii votului aferent acțiunilor cu drepturi de vot multiple, prin introducerea de restricții fie în ceea ce privește proiectarea structurii acțiunilor cu drepturi de vot multiple, fie în ceea ce privește exercitarea drepturilor de vot aferente acțiunilor cu drepturi de vot multiple pentru adoptarea anumitor decizii. Aceste garanții sunt menite să protejeze interesele acționarilor minoritari și interesele întreprinderii, oferind totodată suficientă flexibilitate acționarilor majoritari încât să nu descurajeze utilizarea structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple. În plus, aceste garanții sunt în mare măsură conforme cu cele deja existente în sistemele juridice ale statelor membre în care

regimurile structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple funcționează corespunzător. Astfel, sistemele juridice actuale ale acestor state membre ar urma să necesite ajustări minime.

- **Coerența cu dispozițiile existente în domeniul de politică vizat**

Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple sunt în prezent reglementate exclusiv la nivel național.

Directiva propusă este în concordanță cu obiectivele legislației UE existente care stabilește cerințe pentru societățile pe acțiuni și coordonează dispozițiile naționale din dreptul societăților comerciale. Legislația respectivă include Directiva privind dreptul societăților comerciale¹⁷, care urmărește să asigure o protecție minimă echivalentă atât pentru acționari, cât și pentru creditori. Acesta armonizează dispozițiile naționale privind anumite aspecte ale dreptului societăților comerciale, cum ar fi înființarea societăților comerciale pe acțiuni, cerințele privind capitalul social și distribuirea către acționari. Domeniul de aplicare al directivei propuse nu se suprapune cu domeniul de aplicare al Directivei privind dreptul societăților comerciale, care nu reglementează structurile de acțiuni ale societăților (nici structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple). Chestiunea respectivă este abordată, în schimb, în prezenta propunere.

În plus, impunând statelor membre să instituie dispoziții care să protejeze interesele întreprinderii și ale acționarilor minoritari, propunerea este în concordanță cu obiectivul de politică urmărit prin Directiva (UE) 2017/828¹⁸, inclusiv cu promovarea dezvoltării durabile pe termen lung a întreprinderilor și cu protejarea intereselor întreprinderii și ale acționarilor minoritari în cazul tranzacțiilor cu părți afiliate, în pofida faptului că cele două acte au domenii de aplicare diferite (directiva respectivă se referă la drepturile acționarilor în întreprinderile admise la tranzacționare pe piețe reglementate, în timp ce prezenta propunere se referă la drepturile acționarilor în întreprinderile admise la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri).

În mod similar, directiva propusă nu se suprapune cu domeniul de aplicare al Directivei privind ofertele publice de cumpărare, care stabilește norme aplicabile societăților pe acțiuni atunci când societățile respective fac obiectul unor oferte publice de cumpărare, pentru a proteja interesele acționarilor. Este important de precizat că Directiva privind ofertele publice de cumpărare¹⁹ se aplică numai întreprinderilor admise la tranzacționare pe o piață reglementată și nu întreprinderilor admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri, care intră în domeniul de aplicare al prezentei propuneri. Cu toate acestea, dispozițiile privind transparența din prezenta propunere urmăresc obiective similare celor din Directiva privind ofertele publice de cumpărare, punând accentul pe structura capitalului social al unei întreprinderi, pe structura acționariatului și pe drepturile și obligațiile aferente titlurilor de valoare ale întreprinderii.

În final, directiva propusă este în conformitate cu dispozițiile MiFID II care reglementează piețele de creștere pentru IMM-uri.

¹⁷ Directiva (UE) 2017/1132 a Parlamentului European și a Consiliului din 14 iunie 2017 privind anumite aspecte ale dreptului societăților comerciale (codificare) (JO L 169, 30.6.2017, p. 46).

¹⁸ Directiva (UE) 2017/828 a Parlamentului European și a Consiliului din 17 mai 2017 de modificare a Directivei 2007/36/CE în ceea ce privește încurajarea implicării pe termen lung a acționarilor (JO L 132, 20.5.2017, p. 1).

¹⁹ Directiva 2004/25/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind ofertele publice de cumpărare (JO L 142, 30.4.2004, p. 12).

- **Coerența cu alte politici ale Uniunii**

Propunerea este în deplină concordanță cu obiectivul principal al UPC de a face finanțarea mai accesibilă pentru întreprinderile din UE, în special pentru IMM-uri. Propunerea este în concordanță cu o serie de acțiuni legislative și acțiuni fără caracter legislativ întreprinse de Comisie în cadrul Planului de acțiune privind UPC din 2015²⁰, al evaluării la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind UPC²¹, realizată în 2017, și al Planului de acțiune privind UPC din 2020.

Pentru a contribui la crearea de locuri de muncă și la creșterea economică în UE, un obiectiv-cheie al uniunii piețelor de capital a fost, încă de la început, facilitarea accesului la finanțare pentru întreprinderi, în special pentru IMM-uri. De la publicarea Planului de acțiune privind UPC în 2015, au fost întreprinse acțiuni specifice pentru a dezvolta surse adecvate de finanțare pentru IMM-uri în toate etapele lor de dezvoltare. În evaluarea la jumătatea perioadei a Planului de acțiune privind UPC, publicată în iunie 2017, Comisia a ales să își sporească nivelul de ambiție și să pună un accent mai mare pe accesul IMM-urilor la piețele publice. În mai 2018, Comisia a publicat o propunere pentru a promova utilizarea piețelor de creștere pentru IMM-uri²², cu următoarele scopuri: de a reduce sarcina administrativă și costurile de conformare ridicate cu care se confruntă emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, asigurând în același timp un nivel ridicat de integritate a pieței și de protecție a investitorilor; de a promova lichiditatea acțiunilor IMM-urilor cotate la bursă pentru a face aceste piețe mai atractive pentru investitori, emitenți și intermediari; și de a facilita înregistrarea MTF-urilor ca piețe de creștere pentru IMM-uri. Propunerea de promovare a utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri a fost adoptată în noiembrie 2019.

În plus, în urma crizei COVID-19, Comisia a publicat pachetul privind redresarea piețelor de capital, care a cuprins modificări specifice ale reglementărilor privind piețele de capital și băncile, cu scopul general de a facilita sprijinirea de către piețele de capital a redresării întreprinderilor din UE în urma crizei COVID-19. Modificările propuse ale normelor privind piața de capital au vizat în special reducerea sarcinii normative și a complexității pentru firmele de investiții și pentru emitenți.

Prezenta propunere vine în continuarea Planului de acțiune privind UPC din 2020 și a obiectivului acestuia de a face finanțarea mai accesibilă pentru întreprinderile din UE (acțiunea 2 „sprijinirea accesului la piețele publice”). Propunerea se axează pe reducerea cerințelor de reglementare care pot descuraja decizia unei întreprinderi de a fi sau a rămâne cotată la bursă. Alți factori care ar putea descuraja cotarea emitenților, cum ar fi baza de investitori restrânsă și tratamentul fiscal mai favorabil al datoriei în raport cu capitalurile proprii, sunt abordați prin alte inițiative în curs și viitoare privind UPC care completează modificările din prezenta propunere și care ar trebui să fie analizate împreună cu prezenta inițiativă. Aceste inițiative se referă, de exemplu, la: (i) crearea unui punct unic de acces al UE (ESAP)²³, care va rezolva problema lipsei de date accesibile și comparabile pentru

²⁰ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor, Plan de acțiune privind edificarea unei Uniuni a piețelor de capital [COM(2015) 468 final].

²¹ Comunicarea Comisiei privind evaluarea la jumătatea perioadei a planului de acțiune privind uniunea piețelor de capital [{SWD(2017) 224 final} și {SWD(2017) 225 final} – 8 iunie 2017] https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²² Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 596/2014 și (UE) 2017/1129 în ceea ce privește promovarea utilizării piețelor de creștere pentru IMM-uri [COM(2018) 331 final].

²³ Propunerea de regulament al Parlamentului European și al Consiliului de instituire a unui punct unic de acces european care oferă acces centralizat la informațiile puse la dispoziția publicului, relevante pentru serviciile financiare, pentru piețele de capital și pentru durabilitate [COM(2021) 723 final].

investitori, făcând ca întreprinderile să devină mai vizibile pentru investitori; (ii) centralizarea informațiilor privind tranzacțiile din UE într-un sistem centralizat de raportare²⁴, pentru a eficientiza peisajul tranzacțiilor de pe piața publică și procesul de stabilire a prețurilor și (iii) introducerea unei indemnizații care să reducă favorizarea îndatorării în cadrul sistemului de impozitare a societăților (DEBRA)²⁵, astfel încât finanțarea prin capitaluri proprii să devină mai atractivă (și mai puțin costisitoare) pentru întreprinderi.

În plus, o serie de inițiative ale Comisiei vor consolida și mai mult baza de investitori pentru acțiunile cotate la bursă. Fondul UE pentru oferte publice inițiale ale IMM-urilor va juca rolul de investor de bază pentru a atrage mai multe investiții private în capitalul public al IMM-urilor prin crearea de parteneriate cu investitori instituționali și prin investirea în fonduri axate pe IMM-urile emitente. Revizuirea Regulamentului privind cerințele de capital și cea a Directivei Solvabilitate II vor spori baza de investitori pentru emitenți, deoarece vor facilita investițiile băncilor și ale societăților de asigurare în acțiuni publice (pe termen lung).

Prezenta propunere este, de asemenea, conformă cu Noua agendă europeană de inovare²⁶ publicată în 2022, deoarece ar urma să facă piețele de capital mai atractive pentru fondatorii întreprinderilor, fără a trebui ca aceștia să renunțe la control atunci când le cotează pe piețele publice.

Propunerea ține seama de dovezile care stau la baza avizului platformei „Pregătiți pentru viitor” privind facilitarea accesului IMM-urilor la capital și, în special, privind simplificarea procedurilor de admitere la tranzacționare a valorilor mobiliare ale IMM-urilor și a altor obligații de cotare.

Întrucât va oferi mai multor IMM-uri posibilitatea să aibă acces la finanțare din ce în ce mai diversificată prin cotarea pe piețele de creștere pentru IMM-uri, pe baza celei mai potrivite structuri de guvernare corporativă, prezenta propunere va fi conformă și cu obiectivul pachetului de măsuri de ajutor pentru IMM-uri anunțat de președinta von der Leyen în discursul privind starea Uniunii din septembrie 2022.

În sfârșit, dispozițiile propunerii privind garanțiile vizează, de asemenea, protejarea intereselor întreprinderii împotriva deciziilor care creează riscuri pentru drepturile omului, schimbările climatice și mediu sau care au drept rezultat consecințe negative asupra acestora. Prin urmare, propunerea este conformă cu obiectivul de politică privind guvernarea corporativă al Comisiei, de a promova un comportament durabil și responsabil al întreprinderilor, fiind așadar în concordanță cu propunerea Comisiei de directivă privind diligența necesară în materie de durabilitate a întreprinderilor²⁷, care vizează ancorarea aspectelor legate de drepturile omului și de mediu în sistemele de guvernare corporativă ale întreprinderilor.

²⁴ Propunerea de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului de modificare a Regulamentului (UE) nr. 600/2014 în ceea ce privește sporirea transparenței datelor de piață, eliminarea obstacolelor din calea instituirii unui sistem centralizat de raportare, optimizarea obligațiilor de tranzacționare și interzicerea primirii de plăți pentru transmiterea ordinelor clienților [COM(2021) 727 final].

²⁵ Propunerea de Directivă a Consiliului privind stabilirea normelor referitoare la o indemnizație pentru reducerea favorizării îndatorării și privind limitarea deductibilității dobânzii în scopul impozitului pe profit [COM(2022) 216 final].

²⁶ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor – O nouă agendă europeană de inovare [COM(2022) 332 final].

²⁷ Propunerea de directivă a Parlamentului European și a Consiliului privind diligența necesară în materie de durabilitate a întreprinderilor și de modificare a Directivei (UE) 2019/1937 [(COM)2022 71 final].

2. TEMEI JURIDIC, SUBSIDIARITATE ȘI PROPORȚIONALITATE

• Temeiul juridic

Propunerea se întemeiază pe articolele 114 și 50 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE).

Articolul 114 prevede adoptarea de măsuri privind apropierea actelor cu putere de lege și a actelor administrative ale statelor membre care au ca obiect instituirea și funcționarea pieței interne. Se poate recurge la articolul 114 atunci când diferențele dintre normele naționale sunt de natură să obstrucționeze libertățile fundamentale sau să creeze denaturări ale concurenței, având așadar un efect direct asupra funcționării pieței interne. Obiectivul directivei propuse este de a elimina obstacolele din calea exercitării libertăților fundamentale, cum ar fi libera circulație a capitalurilor și libertatea de stabilire. Aceste obstacole rezultă din diferențele dintre legislațiile naționale privind societățile comerciale existente în UE, în măsura în care unele state membre împiedică întreprinderile lor să aibă acces la piețele publice prin structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple. Astfel se limitează accesul lor la capital și se creează un obstacol în calea creării unei piețe unice de capital în Uniune.

Articolul 50 alineatul (1) din TFUE și, în special, articolul 50 alineatul (2) litera (g) prevăd competența UE de a acționa în vederea realizării libertății de stabilire cu privire la o activitate determinată, în special „coordonând, în măsura în care este necesar și în vederea echivalării lor, garanțiile solicitate de statele membre societăților în înțelesul articolului 54 al doilea paragraf, pentru a proteja deopotrivă interesele asociațiilor și ale terților”. Propunerea de directivă urmărește să instituie măsuri de coordonare privind protejarea intereselor acționarilor societăților comerciale și ale altor părți interesate pentru a reduce divergențele dintre normele naționale și obstacolele din calea libertății de stabilire.

• Subsidiaritatea (în cazul competențelor neexclusive)

În temeiul articolului 4 din TFUE, acțiunea la nivelul UE pentru finalizarea pieței interne trebuie evaluată din perspectiva principiului subsidiarității prevăzut la articolul 5 alineatul (3) din Tratatul privind Uniunea Europeană (TUE). Potrivit principiului subsidiarității, UE ar trebui să intervină numai în cazul în care obiectivele acțiunii propuse nu pot fi realizate în mod satisfăcător de către statele membre în mod individual și, prin urmare, sunt necesare măsuri la nivelul UE. În ceea ce privește acțiunile cu drepturi de vot multiple, dacă nu se iau măsuri la nivelul UE, este puțin probabil ca, în viitorul apropiat, statele membre care în prezent nu permit aceste structuri de acțiuni să își modifice normele în mod unilateral și fără niciun stimul extern. Motivele țin în mare parte de rațiuni istorice, de opoziția părților interesate din aceste țări și de faptul că adesea este dificil de modificat dreptul societăților comerciale, care s-a dezvoltat de-a lungul secolelor. Orice întârziere în introducerea acestor structuri în întreaga UE ar risca să priveze în continuare întreprinderile mai mici de oportunități de finanțare în statele membre care interzic acțiunile cu drepturi de vot multiple. Nu în ultimul rând, chiar dacă statele membre ar decide să ia măsuri, abordările ar putea să difere în mod semnificativ, ceea ce ar putea duce la și mai multă fragmentare.

• Proporționalitatea

Obiectivul propunerii de directivă este de a contribui la buna funcționare a pieței unice și de a elimina obstacolele din calea exercitării libertăților fundamentale, cum ar fi libera circulație a capitalurilor și libertatea de stabilire. Aceste obstacole sunt cauzate de diferențele dintre regimurile naționale de drept al societăților comerciale în ceea ce privește structurile de acțiuni și, în special, capacitatea unei întreprinderi de a adopta o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple. Pentru a atinge acest obiectiv, propunerea stabilește doar cerințe minime de armonizare și numai în ceea ce privește principiul de drept central referitor la

permiterea structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple, completându-l cu garanțiile minime necesare pentru protejarea intereselor acționarilor minoritari și a intereselor întreprinderii. De asemenea, domeniul de aplicare al propunerii se limitează la piețele de creștere pentru IMM-uri, în special pentru a include IMM-urile care ar beneficia cel mai mult de pe urma unei astfel de măsuri.

Propunerea de directivă oferă statelor membre suficientă flexibilitate pentru a încadra dispozițiile propunerii în cadrul regimului juridic național. Pentru aceasta, normele sunt completate cu măsuri suplimentare, inclusiv cu garanții pentru acționari și pentru interesele întreprinderii, cu condiția ca acestea să fie în conformitate cu obiectivele prezentei directive, sau permițând structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple în situații care nu intră în domeniul de aplicare al prezentei propuneri. Prin urmare, în conformitate cu principiul subsidiarității, astfel cum este enunțat la articolul 5 din TUE, propunerea de directivă nu depășește ceea ce este necesar pentru atingerea obiectivelor sale.

- **Alegerea instrumentului**

Integrarea pieței unice a UE în domeniul dreptului societăților comerciale, în special în ceea ce privește structurile de acțiuni, poate fi realizată cel mai bine prin apropierea legislațiilor cu ajutorul armonizării printr-o directivă. Utilizarea unei directive respectă culturile juridice diferite ale statelor membre, precum și diferitele lor sisteme de drept al societăților comerciale, și oferă suficientă flexibilitate în procesul de transpunere pentru a pune în aplicare standarde minime comune într-un mod compatibil cu aceste sisteme diferite.

O recomandare nu ar fi în măsură să atingă obiectivul de apropiere dorit în acest domeniu de politică, în care s-au identificat diferențe mari între legislațiile obligatorii ale statelor membre. În plus, apropierea printr-un regulament nu ar oferi suficientă flexibilitate statelor membre pentru a se adapta la condițiile locale și pentru a menține normele UE în concordanță cu dreptul național mai larg al societăților comerciale.

3. REZULTATELE EVALUĂRILOR *EX-POST*, ALE CONSULTĂRILOR CU PĂRȚILE INTERESATE ȘI ALE EVALUĂRILOR IMPACTULUI

- **Evaluările *ex-post*/verificarea adecvării legislației existente**

Nu este cazul.

- **Consultarea părților interesate**

În ultimii ani, evaluările continue ale Comisiei au pus accentul pe accesul întreprinderilor, în special al IMM-urilor, la piețele publice. În contextul Forumului la nivel înalt privind UPC, al TEGS și al Planului de acțiune privind UPC din 2020 s-au semnalat probleme legate de sarcina normativă impusă întreprinderilor atunci când obțin acces la piețele publice. De asemenea, Comisia a luat în considerare cercetările ample pe această temă efectuate în cadrul studiului Oxera²⁸. Pentru a obține dovezi suplimentare cu privire la aceste aspecte, în noiembrie 2021 au fost lansate o cerere de contribuții, o consultare publică și o consultare specifică cu privire la Legea privind cotarea. Consultările au fost deschise timp de 14 săptămâni (între 19 noiembrie 2021 și 25 februarie 2022).

De asemenea, în aprilie 2022, Comisia a organizat două reuniuni/ateliere tehnice cu părțile interesate din industrie, cu scopul de a cizela și mai mult opțiunile de politică avute în vedere.

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final report* (Raport final privind piețele de capital primare și secundare din UE), noiembrie 2020, Oxera-study-Primary-and Secondary-Markets-in the EU-Final-Report-EN-1.pdf.

În plus, Comisia a prezentat obiectivele propunerii în cadrul Grupului de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare la 15 octombrie 2021, la 17 mai 2022 și la 30 mai 2022.

De asemenea, la 17 mai 2022 a fost organizată o reuniune cu coordonatorii Comisiei pentru afaceri economice și monetare (ECON) a Parlamentului European, cu scopul de a prezenta obiectivele propunerii.

În sfârșit, la 12 septembrie 2022 a fost organizată o reuniune cu Grupul de experți în domeniul dreptului societăților comerciale.

Consultări publice și specifice

În cadrul consultărilor publice și specifice, respondenții au subliniat că unul dintre motivele principale ale valului de emitenți de înaltă tehnologie, cu creștere accelerată, care aleg să fie cotați în țări din afara UE (cum ar fi SUA sau Regatul Unit) este flexibilitatea pe care aceste jurisdicții o acordă emitenților prin acțiunile cu drepturi de vot multiple²⁹. În mod similar, unii respondenți³⁰ au semnalat că o serie de întreprinderi din UE și-au transferat recent sediile statutare din țări cu posibilități limitate de a emite acțiuni cu drepturi de vot multiple (de exemplu Italia, Germania și Spania) în Țările de Jos, stat care a adoptat o abordare permisivă și flexibilă în ceea ce privește structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple³¹. În fine, 64 % dintre respondenți au considerat că este util să se stipuleze în legislația UE că emitenții din întreaga UE se pot cota într-un loc de tranzacționare din UE pe baza unei structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple.

Majoritatea respondenților la consultare (83 %) ³² au considerat că, acolo unde este permisă, utilizarea acțiunilor cu drepturi de vot multiple a încurajat în mod real mai multe întreprinderi să solicite cotarea pe piețele publice. Atunci când au fost întrebați cu privire la impactul acțiunilor cu drepturi de vot multiple asupra atractivității unei întreprinderi pentru investitori, majoritatea respondenților la această întrebare (în principal emitenți și burse) au considerat că impactul este fie pozitiv, fie neutru³³. Acești respondenți au remarcat că acțiunile cu drepturi de vot multiple nu reduc apetitul investitorilor, cu condiția să existe anumite garanții, și au subliniat că transparența este esențială pentru a se asigura că investitorii pot lua decizii de investiții în deplină cunoștință de cauză.

Respondenții care au considerat că există un efect negativ asupra atractivității (printre care două autorități naționale competente și câteva asociații de investitori) și-au exprimat îngrijorarea cu privire la dispariția principiului „o acțiune – un vot”. Un respondent a precizat, în special, că structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple pot submina mecanismele de răspundere existente în legislația privind guvernanța corporativă, cum ar fi capacitatea acționarilor de a-și alege administratorii, și pot conduce la consolidarea conducerii. Totuși, chiar și în rândul respondenților care consideră că efectul este negativ sau ușor negativ, unii au remarcat că acțiunile cu drepturi de vot multiple sunt benefice în anumite situații (în special pentru întreprinderile inovatoare, cu creștere accelerată și conduse de fondatori care

²⁹ Printre părțile interesate care sprijină acest punct de vedere se numără bănci de investiții, asociații de pe piețele de valori mobiliare, reprezentanți ai ministerelor de finanțe și asociații de capital privat.

³⁰ Acest aspect a fost menționat de două părți interesate din Țările de Jos.

³¹ Până în prezent, există câteva întreprinderi care s-au mutat în Țările de Jos pentru a fi cotate aici datorită atractivității sistemului de acțiuni cu drepturi de vot multiple. Totuși, nu sunt disponibile date care să confirme acest lucru.

³² Mai precis, 34 din 41 de respondenți.

³³ 22 % (echivalentul a 9 respondenți) au ales varianta „efect pozitiv sau ușor pozitiv”, 29 % (echivalentul a 12 respondenți) au ales varianta „impact neutru”, iar 36 % dintre respondenți (echivalentul a 15 respondenți, în cea mai mare parte investitori și autorități naționale competente) au ales varianta „efect negativ sau ușor negativ”.

doresc să fie cotate la bursă). Aceștia au precizat că orice modificare propusă ar trebui să asigure un echilibru adecvat. Acest echilibru ar trebui să asigure o protecție adecvată a guvernantei, de exemplu prin limitarea deciziilor care pot fi luate cu drepturile de vot suplimentare, să permită întreprinderilor conduse de fondatori fondatoare să atragă fonduri pe piața publică și să mențină viziunea pe termen lung a fondatorului pentru întreprindere.

Astfel, respondenții au subliniat că orice flexibilitate în ceea ce privește structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple ar trebui abordată într-un mod care să protejeze standardele de guvernanta (eventual prin clauze de limitare în timp, prin dispoziții privind netransferabilitatea, prin anularea/conversia automată la ieșire etc.).

Recomandările grupurilor de experți

Forumul la nivel înalt privind UPC a recomandat ca întreprinderile să aibă posibilitatea de a opta pentru o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple la momentul ofertei publice inițiale. Grupul de experți a precizat că astfel de structuri ar ajuta întreprinderile să evite preluarea lor de către întreprinderi mai mari, ar stimula proprietarii să mențină creșterea și ar contribui la promovarea unei perspective pe termen lung pentru întreprindere, menținând în același timp cota drept o opțiune de finanțare atractivă. Totuși, experții au subliniat că toate acestea trebuie să fie echilibrate în raport cu faptul că alți acționari sunt împiedicați să își exercite responsabilitățile de gestionare și de guvernanta.

TESG a sprijinit pe deplin această recomandare, susținând că emitenții ar trebui să aibă prerogativa de a decide dacă să includă sau nu o clauză de limitare în timp sau un raport de vot maxim ponderat.

Reuniunile cu părțile interesate

Cele două ateliere tehnice organizate de Comisie cu părțile interesate nu au generat contribuții semnificative pe tema acțiunilor cu drepturi de vot multiple. Unele părți interesate (burse) au sprijinit în mod clar armonizarea la nivelul UE, deoarece aceasta ar crește atractivitatea cotării. În schimb, alte părți interesate (investitori) au considerat că nu este necesară o astfel de armonizare, remarcând totodată că, dacă se va lua în considerare o astfel de abordare, va fi important să existe garanții adecvate.

Reuniunile cu Grupul de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare Comisia a prezentat posibila cale de urmat în ceea ce privește Legea privind cotarea ca parte a proiectului privind UPC. Delegațiile care au participat la discuție au sprijinit în mare măsură obiectivul Comisiei de a îmbunătăți atractivitatea piețelor publice din UE, asigurând totodată protecția investitorilor și integritatea pieței. Mai precis, 13 state membre care au luat cuvântul și-au manifestat deschiderea față de luarea în considerare a unei armonizări minime a dispozițiilor privind acțiunile cu drepturi de vot multiple în legislația UE.

Reuniunea cu coordonatorii Comisiei ECON din Parlamentul European

Deputații în Parlamentul European cu rol de coordonatori care au participat la discuție au salutat calea de urmat propusă de Comisie cu privire la Legea privind cotarea, recunoscând problema piețelor publice din UE. Ei au subliniat necesitatea găsirii de către Comisie a unui echilibru adecvat pentru a se asigura că toate întreprinderile, în special IMM-urile, pot avea acces la piețele publice în vederea obținerii de fonduri, asigurând în același timp protecția adecvată a investitorilor.

Reuniunea cu Grupul de experți în dreptul societăților comerciale

A avut loc o reuniune a Grupului de experți în domeniul dreptului societăților comerciale pentru a face schimb de opinii cu privire la structurile naționale de acțiuni cu drepturi de vot

multiple existente în unele state membre. Mai multe state membre au luat cuvântul pentru a-și motiva mai în detaliu răspunsurile la sondajul Comisiei (iulie-august 2022).

- **Obținerea și utilizarea expertizei**

Comisia a colectat un volum semnificativ de date direct de la bursele de valori, de la emitenți și de la asociațiile de IMM-uri. În plus, TESG (în vigoare în perioada octombrie 2020-mai 2021) a furnizat unele dovezi, precum și informații primite de pe piață. De asemenea, în noiembrie 2020, Comisia a contractat cu Oxera un *Studiu privind piețele de capital primare și secundare din UE*, care a oferit o prezentare foarte detaliată a pieței³⁴, sprijinită la rândul ei de date.

Anterior, Comisia a contractat un studiu privind proporționalitatea dintre proprietate și control în întreprinderile cotate în UE, care s-a încheiat cu *Raportul privind principiul proporționalității în UE* (publicat în 2007)³⁵. Concluziile acestui raport au fost recent confirmate într-un alt studiu privind protecția acționarilor minoritari, solicitat de Comisie și publicat în 2018.

S-a efectuat o evaluare a impactului pe baza unor dovezi calitative și cantitative ample din partea publicului și a unor consultări specifice cu privire la Legea privind cotarea: creșterea atractivității piețelor publice de capital pentru întreprinderile din UE și facilitarea accesului IMM-urilor la capital.

S-au utilizat de asemenea, printre alte surse, un număr mare de lucrări științifice și cercetări academice, în special prin examinarea jurisdicțiilor în care există deja acțiuni cu drepturi de vot multiple sau care au adoptat recent acte legislative care le permit. S-au primit contribuții suplimentare considerabile și din partea a diverse asociații profesionale.

- **Evaluarea impactului**

Prezenta propunere este însoțită de o evaluare a impactului care a fost prezentată Comitetului de control normativ la 10 iunie 2022. Acesta a fost aprobată de comitet – cu rezerve – la 8 iulie 2022.

Comitetul de control normativ a solicitat modificarea proiectului de evaluare a impactului pentru a clarifica: (i) articularea și consecvența inițiativei referitoare la Legea privind cotarea cu alte inițiative conexe privind piețele de capital; (ii) riscurile și limitările analizei și recunoașterea consecințelor nedorite; și (iii) opiniile diferite exprimate de diverse categorii de părți interesate cu privire la definirea problemei, la opțiuni și la impactul acestora. Observațiile formulate de comitet au fost abordate și integrate în versiunea finală a evaluării impactului.

Evaluarea impactului analizează mai multe opțiuni de politică menite să crească atractivitatea cotării pe piețele de capital din UE prin obligații de reglementare simplificate, clare și mai

³⁴ În Studiul privind piețele de capital primare și secundare din UE, autorităților de reglementare s-a recomandat să relaxeze restricțiile privind mecanismele de consolidare a controlului (cum ar fi acțiunile cu drepturi de vot multiple), pentru a încuraja întreprinderile să fie cotate fără ca proprietarii să fie nevoiți să renunțe la controlul asupra întreprinderilor lor.

³⁵ Studiul privind proporționalitatea dintre proprietate și control în statele membre a concluzionat că nicio jurisdicție a UE din eșantionul analizat nu a optat integral pentru principiul „o acțiune, un vot”. Chiar și acele state membre care au adoptat, într-o anumită măsură, în mod oficial principiul „o acțiune, un vot” au autorizat diverse mecanisme de consolidare a controlului, cum ar fi plafoanele drepturilor de vot sau acțiunile preferențiale fără drept de vot. Aceste concluzii au fost apoi confirmate într-un studiu din 2018 privind protecția acționarilor minoritari. Acest studiu conține o secțiune privind aplicarea principiului „o acțiune, un vot” în statele membre, în care se concluzionează că principiul nu este considerat fundamental de cadrele juridice naționale ale statelor membre.

flexibile având scopul de a reduce costurile asociate mobilizării de capital pe piețele publice pentru întreprinderile de toate dimensiunile.

Evaluarea impactului descrie trei factori care explică problemele legate de cele trei etape ale ciclului de cotare: etapa premergătoare OPI, procesul OPI în sine și etapa ulterioară OPI. Factorul determinant care a fost identificat ca relevant pentru prezenta propunere de directivă se referă la oportunitățile inegale pe care le au întreprinderile din UE în ceea ce privește structura de guvernare atunci când ajung să fie cotate la bursă, din cauza normelor naționale diferite privind acțiunile cu drepturi de vot multiple.

Modificările normative prevăzute în opțiuni nu ar putea să soluționeze prin ele însele toate problemele cu care se confruntă piețele publice din UE. Dacă se combină însă cu alte măsuri avute în vedere în cadrul unui plan mai amplu de îmbunătățire a accesului întreprinderilor la piețele publice de capital, modificările sunt menite să contribuie la inversarea tendinței negative actuale de pe piețele publice din UE. În absența acestor îmbunătățiri în materie de reglementare, piețele publice din UE s-ar baza în continuare pe un cadru de reglementare care se dovedește a nu fi cel mai bun pentru cotare, ceea ce, la rândul său, ar reduce atractivitatea piețelor publice. S-ar genera astfel costuri economice pentru emitenți, investitori și economia UE în ansamblu. Prin urmare, scenariul de referință nu prevede nicio modificare a cadrului legislativ care reglementează normele pentru întreprinderile care doresc să fie cotate la bursă sau pentru întreprinderile deja cotate.

Opțiunea de politică preferată pentru etapa premergătoare OPI prevede o armonizare minimă a legislațiilor naționale care reglementează structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple, lăsând în același timp statelor membre libertatea de a o încadra. În cadrul acestei opțiuni, statele membre care interzic în prezent structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple ar trebui să își modifice legislația pentru a permite astfel de structuri de guvernare. Opțiunea nu ar impune constrângeri suplimentare de amploare statelor membre care dispun în prezent de un regim flexibil și funcțional.

Această opțiune ar avea efectul de a oferi un stimulent pentru cotare întreprinderilor (stabilite în state membre care interzic în prezent structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple). Prin asigurarea faptului că întreprinderile pot fi admise la tranzacționare în toate statele membre cu structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple, opțiunea preferată ar permite fondatorilor și proprietarilor de întreprinderi să atenueze pierderea controlului, care este de regulă asociată cu cotarea la bursă. La rândul său, acest lucru ar deschide noi oportunități de finanțare pentru acele întreprinderi care altfel nu ar lua în considerare cotarea la bursă. De asemenea, întreprinderile care în prezent trebuie să fie cotate în străinătate pentru a beneficia de flexibilitate ar face economii substanțiale. În plus, acțiunile cu drepturi de vot multiple ar ajuta fondatorii (după cotare) să evite presiunile pe termen scurt de pe piață și să se concentreze asupra viziunii lor pe termen lung pentru întreprindere.

În cadrul opțiunii preferate, statele membre ar beneficia de flexibilitate în ceea ce privește stabilirea garanțiilor și a condițiilor privind acțiunile cu drepturi de vot multiple. Totuși, ele ar trebui să asigure respectarea câtorva principii de nivel înalt și a garanțiilor minime stabilite la nivelul UE. Printre acestea se numără necesitatea de a asigura un echilibru adecvat între interesele fondatorilor și protecția investitorilor minoritari, precum și protecția intereselor întreprinderii. Întrucât statele membre ar trebui să țină seama de interesele investitorilor și de interesele întreprinderii atunci când introduc aceste structuri de acțiuni în sistemele naționale, această opțiune ar asigura protecția investitorilor. În plus, garanțiile și condițiile ar fi adaptate la caracteristicile specifice ale piețelor locale, iar piețele care au deja structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple și-ar păstra flexibilitatea.

O altă opțiune (care nu este opțiunea preferată) prevede o armonizare maximă a acțiunilor cu drepturi de vot multiple prin introducerea unui set detaliat de norme, inclusiv privind garanțiile pentru investitorii minoritari și pentru întreprinderi, cum ar fi clauzele de limitare a puterii de vot, clauzele de limitare în timp și clauzele de limitare a numărului de voturi aferente unei singure acțiuni, toate acestea urmărind să protejeze investitorii minoritari și întreprinderea de un impact nejustificat al acestor structuri de acțiuni. În plus, în cadrul acestei opțiuni legislația UE ar putea să prevadă, de asemenea, persoanele care pot să dețină acțiuni cu drepturi de vot multiple, deciziile în cazul cărora se iau în considerare drepturile de vot suplimentare și condițiile în care acestea pot fi transferate unui terț (dacă există această posibilitate). Această opțiune ar fi destul de prescriptivă, întrucât toate statele membre ar fi obligate să pună în aplicare același cadru rigid, inclusiv aceleași garanții, neexistând flexibilitate pentru statele membre care dispun deja de un sistem funcțional.

Prin urmare, opțiunea preferată ar fi nu doar eficace, ci și mai eficientă din punctul de vedere al costurilor pentru părțile interesate, în special pentru emitenți: statele membre care au deja în vigoare regimuri privind acțiunile cu drepturi de vot multiple nu ar trebui să își modifice normele, iar întreprinderile din statele membre respective nu ar trebui să se adapteze la un nou regim și să suporte costuri suplimentare. O opțiune alternativă mult mai prescriptivă (care nu este opțiunea preferată) ar fi de natură să genereze costuri (de ajustare) mult mai mari atât pentru statele membre, cât și pentru emitenții din întreaga UE. Deși interesele generale ale investitorilor și interesele întreprinderii ar putea fi mai bine protejate la nivelul UE în cadrul opțiunii alternative, este posibil ca aceasta să fie inadecvată pentru unele state membre, în care investitorii nu par să fie afectați de actualele formule (flexibile) de acțiuni cu drepturi de vot multiple.

Se preconizează că propunerea va avea un impact economic direct în ceea ce privește creșterea accesului la surse alternative de finanțare pentru întreprinderile din UE. Propunerea este de natură să creeze mai multe stimulente care să determine emitenții să fie cotați pe piețele publice din toate statele membre, unde aceste structuri nu sunt permise. Prin urmare, împreună cu alte măsuri de consolidare, aceasta poate conduce la mai multe emisiuni publice în general în UE, contribuind astfel la creșterea piețelor de capital din UE în general.

În ceea ce privește impactul asupra mediului, inclusiv verificarea din perspectiva principiului „de a nu aduce prejudicii semnificative” și a coerenței cu politicile climatice, se preconizează că prezenta propunere va avea un impact pozitiv indirect asupra mediului, întrucât întreprinderile care primesc finanțare de pe piețele publice se pot implica în dezvoltarea și inovarea de noi tehnologii ecologice. În plus, introducerea garanțiilor specifice ar trebui să reducă la minimum impactul asupra întreprinderii al eventualelor decizii cu consecințe negative asupra drepturilor omului, asupra climei și asupra mediului. Prezenta propunere ar urma să contribuie, de asemenea, la dezvoltarea unor piețe de capital mai deschise și mai competitive, de care să beneficieze în special întreprinderile cu creștere mai rapidă din sectoarele inovatoare și cu activitate intensă de cercetare, care tind să aibă nevoi de capital mai mari. Datorită accesului îmbunătățit la finanțare, aceste întreprinderi vor putea să se dezvolte într-un ritm mai rapid și să aloce mai multe resurse financiare programelor de cercetare și dezvoltare care pot contribui la obiectivele Pactului verde european.

Propunerea poate avea un impact social pozitiv indirect, cu condiția ca opțiunea preferată să atingă obiectivul de a contribui la facilitarea accesului întreprinderilor la piețele publice, astfel încât acestea să poată beneficia acum de o rezervă de surse de finanțare mai mare și mai diversificată, care să permită implicarea în inovarea socială și angajarea mai multor persoane. Întrucât inițiativa vizează în special IMM-urile (unele măsuri adresându-li-se direct), este foarte posibil ca impactul (indirect) asupra ocupării forței de muncă să fie deosebit de relevant. În prezent, IMM-urile din UE asigură locuri de muncă pentru aproximativ 100 de milioane de persoane, generează mai mult de jumătate din PIB-ul UE și au un rol esențial în

crearea de valoare adăugată în fiecare sector al economiei³⁶. Este important de precizat că 99,8 % din întreprinderile din UE sunt IMM-uri³⁷. Beneficiind de un acces mai larg și mai bine adaptat la finanțare, aceste întreprinderi vor fi acum în măsură să se dezvolte într-un ritm mai rapid, cu implicații pozitive pentru ocuparea forței de muncă în întreaga UE. Astfel, se preconizează că măsurile, ca parte a unui pachet mai amplu de facilitare a accesului IMM-urilor la finanțarea de pe piața de capital, vor avea un impact pozitiv asupra pieței forței de muncă din UE și vor spori coeziunea economică.

Prezenta propunere este de natură să aibă un impact pozitiv indirect asupra digitalizării, oferind surse de finanțare mai ample și mai diversificate pentru proiectele și întreprinderile cu capital intensiv, inclusiv pentru cele axate pe digitalizare și inovare.

În evaluarea impactului se concluzionează că „pachetul” de măsuri propus va contribui la obiectivul general al UPC de a facilita accesul întreprinderilor la piețele de capital. Acest pachet de măsuri va sprijini întreprinderile cotate pe locurile de tranzacționare din UE, reducând sarcina administrativă impusă acestora și asigurând un grad mai mare de lichiditate. Totuși, evaluarea impactului subliniază și faptul că măsurile de reglementare incluse în această inițiativă nu ar conduce neapărat, prin ele însele, la un număr mai mare de cotații publice în UE, acestea din urmă depinzând de numeroși factori diferiți.

- **Adecvarea reglementărilor și simplificarea**

Nu a fost identificat niciun impact asupra costurilor administrative legat de abordarea bazată pe principiul numărului constant, chiar dacă se preconizează că această inițiativă va genera unele costuri de ajustare. Pot apărea costuri directe minime de ajustare pentru întreprinderi, astfel încât să se asigure că structura cotației este conformă cu noile norme și, mai precis, cu garanțiile în vigoare privind protecția investitorilor.

- **Drepturile fundamentale**

Prezenta propunere respectă drepturile fundamentale și libertățile prevăzute de Carta Drepturilor Fundamentale a Uniunii Europene. Libera circulație a persoanelor, a serviciilor și a stabilității, care constituie unul dintre drepturile și libertățile fundamentale protejate de Tratatul privind Uniunea Europeană și de Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, este relevantă pentru prezenta inițiativă.

Propunerea afectează dreptul la viață privată și la protecția datelor cu caracter personal ale anumitor acționari și persoane care exercită drepturi de vot în cadrul întreprinderii, precum și ale deținătorilor de valori mobiliare cu drepturi speciale de control. Dispoziția care impune divulgarea identității acționarilor și a persoanelor respective vizează consolidarea încrederii investitorilor și facilitarea luării de decizii de investiții în cunoștință de cauză, sporind astfel atât protecția investitorilor, cât și eficiența pieței. Întrucât investitorul poate fi orice membru al publicului larg, aceste informații ar trebui să fie disponibile public. Dispoziția nu depășește ceea ce este necesar pentru a proteja interesele investitorilor de a lua decizii în cunoștință de cauză și de a garanta încrederea investitorilor. În plus, propunerea prevede obligația divulgării de date cu caracter personal numai în ceea ce privește acționarii și persoanele care au o putere decizională semnificativă sau care pot exercita în alt mod drepturi de control în cadrul întreprinderii. În absența acestei informări, investitorii nu ar fi în măsură să ia decizii de investiții în deplină cunoștință de cauză.

³⁶ Comunicarea Comisiei către Parlamentul European, Consiliu, Comitetul Economic și Social European și Comitetul Regiunilor – O strategie pentru IMM-uri pentru o Europă sustenabilă și digitală, COM(2020) 103 final, p. 1.

³⁷ Eurostat, 2018 Cifre cheie (europa.eu).

4. IMPLICAȚIILE BUGETARE

Prezenta inițiativă nu ar trebui să aibă un impact semnificativ asupra bugetului UE.

5. ALTE ELEMENTE

- **Planurile de punere în aplicare și modalitățile de monitorizare, evaluare și raportare**

Este prevăzută o evaluare după cinci ani de la punerea în aplicare a măsurii, în conformitate cu orientările Comisiei privind o mai bună legiferare. Obiectivul evaluării va fi să analizeze, printre altele, eficacitatea și eficiența directivei din punctul de vedere al îndeplinirii obiectivelor de politică și să decidă dacă sunt necesare noi măsuri sau modificări. Statele membre furnizează Comisiei informațiile necesare pentru întocmirea evaluării respective.

- **Explicații detaliate cu privire la prevederile specifice ale propunerii**

Articolul 1 stabilește obiectul. Articolul 1 prevede, în special, că prezenta directivă vizează exclusiv adoptarea unor structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple de către întreprinderile care doresc să fie cotate pe o piață de creștere pentru IMM-uri într-unul sau mai multe state membre pentru prima dată.

Articolul 2 stabilește definițiile utilizate în prezenta directivă, printre care definițiile termenilor „întreprindere”, „structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple”, „acțiuni cu drepturi de vot multiple” și „piață de creștere pentru IMM-uri”.

Articolul 3 clarifică faptul că prezenta directivă este o directivă de armonizare minimă și că statele membre pot adopta sau menține dispoziții naționale care permit întreprinderilor să adopte structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple în situații care nu sunt reglementate de prezenta directivă.

Articolul 4 stabilește principiul conform căruia statele membre trebuie să se asigure că întreprinderile pot adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple atunci când solicită pentru prima dată admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri. Articolul 4 asigură, de asemenea, că statele membre oferă întreprinderilor flexibilitatea de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi multiple înainte de a solicita admiterea acțiunilor lor la tranzacționare. În aceste cazuri, statele membre au posibilitatea de a prevedea că drepturile de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple pot fi utilizate numai după ce a avut loc admiterea la tranzacționare.

Articolul 5 stabilește obligația statelor membre de a asigura tratamentul echitabil și egal al acționarilor și de a asigura protecția adecvată a intereselor întreprinderii și ale acționarilor care nu dețin acțiuni cu drepturi de vot multiple, prin introducerea unor garanții adecvate. În acest scop, articolul 5 prevede un nivel minim de armonizare în ceea ce privește garanțiile, impunând statelor membre să includă anumite garanții enumerate în articol. Tot la articolul 5 se enumeră garanțiile suplimentare pe care statele membre le pot avea în vedere în acest scop.

Articolul 6 stabilește cerințele de publicare pentru întreprinderile care au adoptat structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple care se aplică atât la momentul admiterii la tranzacționare a acțiunilor întreprinderii, cât și ulterior în mod recurent, și anume anual. Printre cerințe se numără informații privind structura capitalului social al întreprinderii, caracteristicile acțiunilor cu drepturi de vot multiple, precum și prezența altor mecanisme de consolidare a controlului în cadrul întreprinderii.

Articolul 7 cuprinde o dispoziție privind revizuirea directivei.

Articolul 8 cuprinde dispoziții privind transpunerea directivei.

Articolul 9 prevede data intrării în vigoare a directivei.

Articolul 10 prevede destinatarii directivei.

Propunere de

DIRECTIVĂ A PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI A CONSILIULUI

privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple din societățile care solicită admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri

(Text cu relevanță pentru SEE)

PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIUL UNIUNII EUROPENE,

având în vedere Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, în special articolul 50 alineatul (1) și articolul 50 alineatul (2) litera (g) și articolul 114,

având în vedere propunerea Comisiei Europene,

după transmiterea proiectului de act legislativ către parlamentele naționale,

având în vedere avizul Comitetului Economic și Social European³⁸,

hotărând în conformitate cu procedura legislativă ordinară,

întrucât:

- (1) Pentru a consolida atractivitatea piețelor de creștere pentru IMM-uri și a reduce inegalitățile pentru întreprinderile care solicită admiterea la tranzacționare pe piața unică, este necesar să se abordeze obstacolele din calea accesului la aceste piețe care decurg din barierele de reglementare. Întreprinderile ar trebui să poată alege structuri de guvernanta care să corespundă cel mai bine stadiului lor de dezvoltare, inclusiv dând posibilitatea acționarilor majoritari ai întreprinderilor respective să păstreze controlul asupra activității după accesarea piețelor de creștere pentru IMM-uri, beneficiind, în același timp, de avantajele asociate tranzacționării pe piețele respective, atât timp cât drepturile acționarilor minoritari continuă să fie protejate.
- (2) Teama de a pierde controlul asupra unei întreprinderi constituie unul dintre principalele motive de descurajare a accesului acționarilor majoritari la piețele de creștere pentru IMM-uri. Admiterea la tranzacționare implică, de obicei, diluarea dreptului de proprietate al acționarilor majoritari, reducând astfel influența acestora asupra investițiilor importante și a deciziilor legate de activitate în cadrul întreprinderii. Menținerea controlului asupra întreprinderii poate fi importantă în special pentru întreprinderile nou-înființate și întreprinderile cu proiecte pe termen lung care necesită costuri inițiale semnificative, deoarece acestea ar putea dori să își urmărească viziunea fără a fi prea expuse fluctuațiilor pieței.
- (3) Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple reprezintă un mecanism eficace care dă posibilitatea acționarilor majoritari să își păstreze puterea de decizie în cadrul unei întreprinderi, atrăgând în același timp fonduri de la public. Structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple sunt o formă a unui mecanism de consolidare a controlului care implică cel puțin două clase distincte de acțiuni, cu număr diferit de drepturi de

³⁸

JO C [...], [...], p. [...].

vot. În cadrul acestor structuri, cel puțin una dintre clasele de acțiuni are o valoare de vot mai mică decât o altă clasă (sau decât alte clase) de acțiuni cu drept de vot. Acțiunea căreia îi este asociat un număr mai mare de voturi este o acțiune cu drepturi de vot multiple.

- (4) Există și alte mecanisme de consolidare a controlului care permit valorificarea puterii de vot, în afară de structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple. Printre mecanismele de acest tip se pot număra acțiunile fără drept de vot, acțiunile preferențiale fără drept de vot și plafoanele drepturilor de vot. Totuși, fiind mai rigide în ceea ce privește structura lor, aceste mecanisme alternative de consolidare a controlului sunt de natură să limiteze volumul de capital pe care o întreprindere îl poate mobiliza la momentul admiterii la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri, ca urmare a disocierii mai reduse dintre drepturile economice și drepturile de vot.
- (5) Acțiunile de fidelitate, la fel ca acțiunile cu drepturi de vot multiple, conferă acționarului drepturi de vot superioare. Un acționar poate obține drepturi de vot suplimentare aferente acțiunilor de fidelitate dacă a deținut acțiunea pe perioada stabilită și dacă îndeplinește anumite condiții. Acțiunile de fidelitate sunt mecanisme de consolidare a controlului concepute mai degrabă pentru a promova o proprietate mai stabilă și orientată pe termen lung în rândul acționarilor decât pentru a spori atractivitatea mobilizării de fonduri de la public. De aceea, nu este adecvat ca acțiunile de fidelitate să fie incluse în domeniul de aplicare al prezentei directive.
- (6) Există diferențe substanțiale între statele membre în ceea ce privește dispozițiile naționale privind acțiunile cu drepturi de vot multiple. Unele state membre permit structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple, în timp ce altele le interzic. În unele state membre, interdicția privind acțiunile cu drepturi de vot multiple este limitată la societățile pe acțiuni, în timp ce în altele se aplică tuturor întreprinderilor. Diferențele dintre regimurile naționale creează obstacole în calea liberei circulații a capitalurilor în cadrul pieței interne. În plus, fragmentarea legislativă creează condiții de concurență inechitabile pentru întreprinderile din diferite state membre. Întreprinderile dintr-un stat membru care interzice structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple trebuie să se mute într-un alt stat membru sau chiar în afara Uniunii dacă doresc să solicite admiterea la tranzacționare cu acțiuni cu drepturi de vot multiple și, prin urmare, se confruntă cu costuri mai mari. În unele situații, din cauza acestor costuri mai ridicate, întreprinderile pot decide să nu mobilizeze fonduri de la public, ceea ce le poate limita oportunitățile de finanțare. Astfel de considerente sunt deosebit de relevante în cazul IMM-urilor și al întreprinderilor nou-înființate care nu dispun de resurse financiare pentru a acoperi aceste costuri.
- (7) Statele membre ar trebui să ofere întreprinderilor posibilitatea de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple pentru a putea să solicite admiterea la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri fără ca acționarii lor majoritari să fie nevoiți să renunțe la control. În timp ce admiterea la tranzacționare pe piețele reglementate este mai potrivită pentru întreprinderile mai mari și mai mature, piețele de creștere pentru IMM-uri sunt, în general, mai adecvate pentru IMM-uri. Piețele de creștere pentru IMM-uri au fost concepute inițial ca locuri de tranzacționare dedicate IMM-urilor, cu un tratament de reglementare care ține seama de particularitățile IMM-urilor. Totuși, nu toate întreprinderile ale căror valori mobiliare sunt cotate pe piețele de creștere pentru IMM-uri sunt IMM-uri. Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a

Consiliului³⁹ prevede că IMM-urile trebuie să constituie cel puțin 50 % din emitenții de instrumente financiare admise la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri. Întreprinderile care nu sunt IMM-uri au, în general, valori mobiliare mai lichide și, prin urmare, includerea lor pe piețele de creștere pentru IMM-uri dă posibilitatea acestor piețe să genereze comisioane de tranzacționare mai mari, menținând profitabilitatea modelului de afaceri. Cu toate acestea, pentru a asigura claritatea pentru investitori, toți emitenții de pe piețele de creștere pentru IMM-uri, indiferent de dimensiunea lor, fac în prezent obiectul aceluiași norme. Prin urmare, este oportun ca introducerea dreptului de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple să se aplice tuturor întreprinderilor care solicită pentru prima dată admiterea acțiunilor lor pe o piață de creștere pentru IMM-uri.

- (8) Statele membre ar trebui să poată introduce sau să poată menține în vigoare dispoziții naționale care să le permită întreprinderilor să adopte aceste structuri și în alte scopuri decât admiterea acțiunilor pentru prima dată la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri. Astfel, ar trebui ca întreprinderile să aibă posibilitatea să adopte acțiuni cu drepturi de vot multiple după ce au fost deja admise la tranzacționare, atunci când solicită admiterea într-un sistem multilateral de tranzacționare care nu este înregistrat ca piață de creștere pentru IMM-uri sau pe o piață reglementată, sau să se asigure faptul că întreprinderile private pot adopta acțiuni cu drepturi de vot multiple indiferent dacă intenționează sau nu să solicite admiterea acțiunilor lor la tranzacționare. Se pot include, de asemenea, cazurile în care întreprinderile se transferă de pe o piață de creștere pentru IMM-uri pe o piață reglementată, păstrând în același timp acțiunile cu drepturi de vot multiple.
- (9) Întreprinderile pot adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple printr-o nouă emisiune de acțiuni sau printr-un alt tip de tranzacție corporativă, cum ar fi conversia acțiunilor deja emise. Întreprinderile ar trebui să aibă flexibilitatea de a alege cel mai potrivit tip de tranzacție corporativă pentru a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple în conformitate cu legislația națională. În plus, întreprinderile ar trebui să aibă flexibilitate și în ceea ce privește momentul adoptării structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple, cu condiția să facă acest lucru pentru a solicita pentru prima dată admiterea acțiunilor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri. Statele membre nu ar trebui să împiedice întreprinderile să adopte structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple într-un moment anterior momentului admiterii acțiunilor la tranzacționare. Totuși, statelor membre ar trebui să li se permită să prevadă că exercitarea drepturilor de vot sporite, care reprezintă drepturi de vot suplimentare aferente acțiunilor cu drepturi de vot multiple în comparație cu drepturile de vot ale acțiunilor din alte clase, este condiționată de admiterea acțiunilor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri într-unul sau mai multe state membre. În acest caz și până la admiterea la tranzacționare, acțiunile cu drepturi de vot multiple ar trebui să aibă aceleași drepturi de vot ca alte clase de acțiuni ale întreprinderii. Astfel s-ar asigura faptul că acțiunile cu drepturi de vot multiple promovează în mod specific admiterea pentru prima dată la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri.
- (10) Ca urmare a diminuării puterii de vot a acționarilor care nu dețin controlul în cadrul întreprinderii în raport cu investițiile lor, structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple pot oferi acționarilor majoritari ai întreprinderii respective un control permanent și, prin urmare, pot conduce la consolidarea acționarilor majoritari. Acest

³⁹ Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE (JO L 173, 12.6.2014, p. 349).

lucru poate crește riscul ca acționarii majoritari să obțină beneficii private din acest control. Pentru a elimina aceste riscuri, adoptarea structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple ar trebui să facă obiectul unor garanții pentru protejarea acționarilor minoritari.

- (11) Statele membre care permit acțiuni cu drepturi de vot multiple oferă garanții pentru protejarea acționarilor minoritari și a intereselor întreprinderii. Totuși, garanțiile existente variază de la un stat membru la altul din cauza particularităților naționale și a sistemelor diferite de drept al societăților comerciale. Având în vedere obiectivele pieței interne, astfel cum sunt prevăzute în special la articolul 50 alineatul (2) litera (g) din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene, statele membre ar trebui să asigure în legislația națională o abordare coordonată cu privire la structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple în ceea ce privește protecția intereselor acționarilor minoritari și ale întreprinderii. Aceasta presupune inclusiv protecția împotriva deciziilor care creează riscuri pentru drepturile omului, pentru schimbările climatice și pentru mediu sau care au ca rezultat consecințe negative asupra acestora. În baza acestei abordări coordonate, toate statele membre ar trebui să se asigure că orice decizie de a adopta o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple sau de a modifica structura respectivă în cazul în care există un impact asupra drepturilor de vot este luată cu majoritate calificată în cadrul adunării generale a acționarilor. În plus, statele membre ar trebui să limiteze ponderea votului aferent acțiunilor cu drepturi de vot multiple, prin introducerea de restricții fie în ceea ce privește proiectarea structurii acțiunilor cu drepturi de vot multiple, fie în ceea ce privește exercitarea drepturilor de vot aferente acțiunilor cu drepturi de vot multiple pentru adoptarea anumitor decizii. Restrângerea exercitării drepturilor de vot poate fi pusă în aplicare prin cerința ca o aprobare cu majoritate calificată să necesite atât o majoritate calificată a voturilor exprimate în cadrul adunării generale a acționarilor, cât și o majoritate calificată a capitalului social reprezentat la adunarea generală a acționarilor.
- (12) Statelor membre ar trebui să li se acorde puterea discreționară de a introduce garanții suplimentare, atunci când este necesar, pentru a asigura protecția adecvată a intereselor acționarilor minoritari și a intereselor întreprinderii. Statele membre ar trebui să evalueze oportunitatea unor garanții suplimentare având în vedere eficacitatea acestora în protejarea intereselor acționarilor minoritari și ale întreprinderii, asigurându-se în același timp că aceste garanții nu contravin scopului structurilor de acțiuni cu voturi multiple, și anume posibilitatea ca acționarii majoritari ai unei întreprinderi să influențeze deciziile importante, inclusiv numirea administratorilor.
- (13) Publicarea de informații exacte, cuprinzătoare și în timp util cu privire la emitenți consolidează încrederea investitorilor și permite luarea de decizii de investiții în cunoștință de cauză. Prin luarea deciziilor de investiții în cunoștință de cauză se consolidează atât protecția investitorilor, cât și eficiența pieței. Prin urmare, statele membre ar trebui să prevadă obligația întreprinderilor cu structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple să publice informații detaliate privind structura acțiunilor și sistemul lor de guvernare corporativă în momentul admiterii la tranzacționare, precum și periodic în raportul financiar anual. Aceste informații ar trebui să menționeze dacă există restricții privind deținerea de valori mobiliare, inclusiv dacă orice transfer de valori mobiliare necesită aprobare fie din partea întreprinderii, fie a altor deținători de valori mobiliare. Ar trebui, de asemenea, să se menționeze dacă există vreo restricție a dreptului de vot, de exemplu limitarea dreptului de vot pentru deținătorii unui anumit procentaj sau ai unui anumit număr de voturi, termene impuse pentru exercitarea dreptului de vot sau sisteme în care drepturile financiare atașate

valorilor mobiliare sunt separate de deținerea acestora din urmă. În plus, aceste întreprinderi ar trebui să prezinte identitatea deținătorilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple, precum și a persoanelor fizice abilitate să exercite drepturi de vot în numele acestora și a persoanelor care exercită drepturi speciale de control, astfel încât să ofere investitorilor, în calitate de membri ai publicului larg, transparență cu privire la beneficiarul real și la influența sa reală asupra întreprinderii. Acest lucru ar da posibilitatea investitorilor să ia decizii în cunoștință de cauză, consolidând astfel încrederea acestora în buna funcționare a piețelor de capital.

- (14) Întrucât obiectivele prezentei directive, și anume sporirea opțiunilor de finanțare pentru întreprinderi și creșterea atractivității piețelor de creștere pentru IMM-uri, nu pot fi realizate în mod satisfăcător și în timp util de către statele membre, dar pot fi realizate mai eficace și mai prompt la nivelul Uniunii, având în vedere amploarea sau efectele măsurilor, Uniunea poate adopta măsuri în conformitate cu principiul subsidiarității, astfel cum este prevăzut la articolul 5 din Tratatul privind Uniunea Europeană. În conformitate cu principiul proporționalității, astfel cum este prevăzut la articolul respectiv, prezenta directivă nu depășește ceea ce este necesar pentru a atingerea acestor obiective.
- (15) Pentru a ține seama de evoluțiile pieței și de evoluțiile din alte domenii ale dreptului Uniunii sau de experiența statelor membre în ceea ce privește punerea în aplicare a prezentei directive, Comisia ar trebui să revizuiască prezenta directivă după cinci ani de la data transpunerii.
- (16) În conformitate cu Declarația politică comună din 28 septembrie 2011 a statelor membre și a Comisiei privind documentele explicative⁴⁰, statele membre s-au angajat ca, în cazuri justificate, să transmită alături de notificarea măsurilor de transpunere și unul sau mai multe documente care să explice relația dintre componentele unei directive și părțile corespunzătoare din instrumentele naționale de transpunere. În ceea ce privește prezenta directivă, legiuitorul consideră că se justifică transmiterea unor astfel de documente.
- (17) Autoritatea Europeană pentru Protecția Datelor a fost consultată în conformitate cu articolul 42 alineatul (1) din Regulamentul (UE) 2018/1725 al Parlamentului European și al Consiliului⁴¹ și a emis un aviz la [XX XX 2022/2023]⁴²,

ADOPTĂ PREZENTA DIRECTIVĂ:

Articolul 1

Obiectul

Prezenta directivă stabilește normele comune privind structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple în întreprinderile care solicită admiterea acțiunilor lor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri într-unul sau mai multe state membre și care nu au acțiuni deja admise la tranzacționare în niciun loc de tranzacționare.

⁴⁰ JO C 369, 17.12.2011, p. 14.

⁴¹ Regulamentul (UE) 2018/1725 al Parlamentului European și al Consiliului din 23 octombrie 2018 privind protecția persoanelor fizice în ceea ce privește prelucrarea datelor cu caracter personal de către instituțiile, organele, oficiile și agențiile Uniunii și privind libera circulație a acestor date și de abrogare a Regulamentului (CE) nr. 45/2001 și a Deciziei nr. 1247/2002/CE (Text cu relevanță pentru SEE) (JO L 295, 21.11.2018, p. 39).

⁴² [OP: Notă de subsol de îndată ce va fi disponibilă].

Articolul 2

Definiții

În sensul prezentei directive, se aplică următoarele definiții:

- (a) „societate” înseamnă o entitate juridică înregistrată sub una dintre formele juridice de societăți comerciale enumerate în anexa I la Directiva (UE) 2017/1132;
- (b) „acțiuni cu drepturi de vot multiple” înseamnă acțiunile care aparțin unei clase distincte și separate și cărora le sunt asociate mai multe drepturi de vot decât acțiunilor din alte clase de acțiuni cu drept de vot în chestiuni care trebuie să fie decise în cadrul adunării generale a acționarilor;
- (c) „structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple” înseamnă structura acțiunilor unei societăți care conține cel puțin o clasă de acțiuni cu drepturi de vot multiple;
- (d) „loc de tranzacționare” înseamnă un loc de tranzacționare astfel cum este definit la articolul 4 alineatul (1) punctul 24 din Directiva 2014/65/UE;
- (e) „piață de creștere pentru IMM-uri” înseamnă o piață de creștere pentru IMM-uri astfel cum este definită la articolul 4 alineatul (1) punctul 12 din Directiva 2014/65/UE;
- (f) „rată de vot ponderată” înseamnă raportul dintre voturile aferente acțiunilor cu drepturi de vot multiple și voturile aferente acțiunilor cu cele mai puține drepturi de vot.

Articolul 3

Introducerea sau menținerea dispozițiilor naționale privind acțiunile cu drepturi de vot multiple

Statele membre pot introduce sau pot menține în vigoare dispoziții naționale care dau posibilitatea întreprinderilor să adopte structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple în situații care nu sunt reglementate de prezenta directivă.

Articolul 4

Adoptarea structurilor de acțiuni cu drepturi de vot multiple

- (1) Statele membre se asigură că societățile care nu dețin acțiuni admise la tranzacționare într-un loc de tranzacționare au dreptul de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple pentru admiterea acțiunilor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri într-unul sau mai multe state membre. Statele membre nu împiedică admiterea la tranzacționare a acțiunilor unei societăți pe o piață de creștere pentru IMM-uri pe motiv că societatea a adoptat o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple.
- (2) Dreptul menționat la alineatul (1) include dreptul de a adopta structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple de-a lungul timpului, înainte de a solicita admiterea acțiunilor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri.
- (3) Statele membre pot condiționa exercitarea drepturilor de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple de admiterea acțiunilor la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri într-unul sau mai multe state membre.

Garanții pentru tratamentul echitabil și nediscriminatoriu al acționarilor unei societăți

- (1) Statele membre asigură tratamentul echitabil și nediscriminatoriu al acționarilor, precum și o protecție adecvată a intereselor acționarilor care nu dețin acțiuni cu drepturi de vot multiple și ale societății prin garanții adecvate. În acest scop, statele membre iau toate măsurile următoare:
 - (a) se asigură că decizia unei societăți de a adopta o structură de acțiuni cu drepturi de vot multiple și orice decizie ulterioară de modificare a unei structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple care influențează drepturile de vot sunt luate de adunarea generală a acționarilor societății respective și sunt aprobate cu majoritate calificată, astfel cum se prevede în legislația națională.

În sensul prezentei litere, în cazul în care există mai multe clase de acțiuni, deciziile respective fac, de asemenea, obiectul unui vot separat pentru fiecare clasă de acționari ale căror drepturi sunt afectate;

 - (b) limitează ponderea votului aferent acțiunilor cu drepturi de vot multiple în ceea ce privește exercitarea altor drepturi ale acționarilor, în special în cadrul adunărilor generale, introducând oricare dintre următoarele:
 - (i) o rată de vot maximă ponderată și o cerință privind procentul maxim din capitalul social în circulație pe care îl poate reprezenta valoarea totală a acțiunilor cu drepturi de vot multiple;
 - (ii) o restricție privind exercitarea drepturilor de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple în ceea ce privește votarea chestiunilor care urmează să fie decise în cadrul adunării generale a acționarilor și care necesită aprobarea cu majoritate calificată.
- (2) Statele membre pot prevedea garanții suplimentare pentru a asigura protecția adecvată a acționarilor și a intereselor societății. Aceste garanții pot cuprinde în special:
 - (a) o dispoziție care să evite transferarea către terți a drepturilor de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple sau continuarea existenței acestor drepturi în momentul decesului, al incapacității sau al retragerii deținătorului inițial al acțiunilor cu drepturi de vot multiple (clauză de limitare în timp bazată pe transfer);
 - (b) o dispoziție care să evite continuarea existenței drepturilor de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple după o anumită perioadă de timp (clauză de limitare în timp bazată pe durată);
 - (c) o dispoziție care să evite continuarea existenței drepturilor de vot sporite asociate acțiunilor cu drepturi de vot multiple în momentul producerii unui anumit eveniment (clauză de limitare în timp bazată pe evenimente);
 - (d) o cerință prin care să se asigure că drepturile de vot sporite nu pot fi utilizate pentru a bloca adoptarea de către adunarea generală a acționarilor a deciziilor care vizează prevenirea, reducerea sau eliminarea unor efecte adverse asupra drepturilor omului și asupra mediului legate de operațiunile societății.

Articolul 6

Transparență

- (1) Statele membre se asigură că societățile cu structuri de acțiuni cu drepturi de vot multiple ale căror acțiuni sunt tranzacționate sau urmează să fie tranzacționate pe o piață de creștere pentru IMM-uri pun la dispoziția publicului, în [documentul UE de emisiuni pentru creștere menționat la articolul 15a] din Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului⁴³ sau în documentul de admitere menționat la articolul 33 alineatul (3) litera (c) din Directiva 2014/65/UE și în raportul financiar anual al societății menționat la articolul 78 alineatul (2) litera (g) din Regulamentul delegat (UE) 2017/565 al Comisiei⁴⁴, informații detaliate cu privire la toate elementele următoare:
- (a) structura capitalului lor, inclusiv valorile mobiliare care nu sunt admise la tranzacționare pe o piață de creștere pentru IMM-uri a unui stat membru, cu indicarea diferitelor clase de acțiuni și, pentru fiecare clasă de acțiuni, a drepturilor și obligațiilor asociate clasei respective, precum și a procentului reprezentat de clasa respectivă în capitalul social total și în totalul drepturilor de vot;
 - (b) orice restricție privind transferul de valori mobiliare, inclusiv orice acorduri între acționari care sunt cunoscute de societate și care ar putea duce la restricții privind transferul de valori mobiliare;
 - (c) identitatea deținătorilor oricărei valori mobiliare care conferă drepturi speciale de control, împreună cu o descriere a acestor drepturi;
 - (d) orice restricție privind drepturile de vot, inclusiv orice acorduri între acționari care sunt cunoscute de societate și care ar putea duce la restricții privind drepturile de vot;
 - (e) identitatea acționarilor care dețin acțiuni cu drepturi de vot multiple și a persoanei fizice sau a entității juridice abilitate să exercite drepturi de vot în numele acționarilor respectivi, după caz.
- (2) În cazul în care deținătorii de acțiuni cu drepturi de vot multiple sau persoanele împuternicite să exercite drepturi de vot în numele lor sau deținătorii de valori mobiliare cu drepturi speciale de control sunt persoane fizice, divulgarea identității acestora înseamnă numai divulgarea numelui lor.

⁴³ Regulamentul (UE) 2017/1129 al Parlamentului European și al Consiliului din 14 iunie 2017 privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau al admiterii de valori mobiliare la tranzacționare pe o piață reglementată, și de abrogare a Directivei 2003/71/CE (JO L 168, 30.6.2017, p. 12).

⁴⁴ Regulamentul delegat (UE) 2017/565 al Comisiei din 25 aprilie 2016 de completare a Directivei 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește cerințele organizatorice și condițiile de funcționare aplicabile firmelor de investiții și termenii definiți în sensul directivei menționate (JO L 87, 31.3.2017, p. 1).

Articolul 7

Revizuire

Până la [cinci ani de la intrarea în vigoare], Comisia prezintă Parlamentului European și Consiliului un raport privind punerea în aplicare și efectele prezentei directive. În acest sens, până la [patru ani de la intrarea în vigoare], statele membre furnizează Comisiei informații, în special cu privire la următoarele:

- (a) numărul de societăți admise la tranzacționare cu acțiuni cu drepturi de vot multiple;
- (b) sectorul în care își desfășoară activitatea societățile menționate la litera (a) și capitalizarea lor la momentul emisiunii;
- (c) garanția de protecție a investitorilor aplicată de societățile menționate la litera (a) în ceea ce privește structurile de acțiuni cu drepturi de vot multiple.

Articolul 8

Transpunere

- (1) Statele membre pun în aplicare actele cu putere de lege și actele administrative necesare pentru a se conforma prezentei directive în termen de doi ani de la data intrării în vigoare a prezentei directive. Statele membre informează de îndată Comisia cu privire la aceasta. Atunci când statele membre adoptă măsurile respective, ele conțin o trimitere la prezenta directivă sau sunt însoțite de o asemenea trimitere la data publicării lor oficiale. Statele membre stabilesc modalitatea de efectuare a acestei trimiteri.
- (2) Comisiei îi sunt comunicate de către statele membre textele principalelor dispoziții de drept intern pe care le adoptă în domeniul reglementat de prezenta directivă.

Articolul 9

Intrare în vigoare

Prezenta directivă intră în vigoare în a douăzecea zi de la data publicării în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*.

Articolul 10

Destinatari

Prezenta directivă se adresează statelor membre.

Adoptată la Bruxelles,

Pentru Parlamentul European,
Președinta
[...]

Pentru Consiliu,
Președintele
[...]