

V Bruseli 16. decembra 2022
(OR. en)

16168/22

**Medziinštitucionálny spis:
2022/0406(COD)**

DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052

NÁVRH

Od:	Martine DEPREZOVÁ, riaditeľka, v zastúpení generálnej tajomníčky Európskej komisie
Dátum doručenia:	8. decembra 2022
Komu:	Thérèse BLANCHETOVÁ, generálna tajomníčka Rady Európskej únie
Č. dok. Kom.:	COM(2022) 761 final
Predmet:	Návrh SMERNICE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP

Delegáciám v prílohe zasielame dokument COM(2022) 761 final.

Príloha: COM(2022) 761 final



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 7. 12. 2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Návrh

SMERNICA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP

(Text s významom pre EHP)

DÔVODOVÁ SPRÁVA

1. KONTEXT NÁVRHU

• Dôvody a ciele návrhu

Tento návrh je súčasťou balíka aktu o kótovaní, ktorý je súborom opatrení zameraných na zatraktívnenie verejných kapitálových trhov pre spoločnosti z EÚ a uľahčenie prístupu malých a stredných podnikov (MSP) ku kapitálu. Zlepšenie prístupu spoločností z EÚ vrátane menších spoločností k trhovým zdrojom financovania v každej fáze ich rozvoja je v súlade s hlavným cieľom únie kapitálových trhov. Kótované spoločnosti často prekonávajú súkromné spoločnosti v raste ročných príjmov aj vo vytváraní pracovných miest. Kótovaním na verejných trhoch môžu spoločnosti diverzifikovať svoju investorskú základňu, znížiť svoju závislosť od bankových úverov, získať jednoduchší prístup k dodatočnému vlastnému kapitálu a dlhovému financovaniu (prostredníctvom sekundárnych ponúk), zviditeľniť sa medzi verejnosťou a zlepšiť rozpoznateľnosť svojej značky.

Od uverejnenia prvého akčného plánu únie kapitálových trhov v roku 2015 sa dosiahol pokrok v tom, že je prístup spoločností (najmä MSP) k verejným trhom jednoduchší a lacnejší. V januári 2018 sa druhou smernicou o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFID II)¹ zaviedla nová kategória multilaterálnych obchodných systémov (MTF), tzv. rastové trhy MSP², s cieľom stimulovať prístup MSP na kapitálové trhy. V roku 2019 boli zavedené nové pravidlá EÚ s cieľom znížiť byrokráciu a regulačné zaťaženie spoločností, ktoré sa kótujú na rastových trhoch MSP, a súčasne zachovať vysokú úroveň ochrany investorov a integrity trhu³. Napriek zavedeným zmenám však zainteresované strany ďalej tvrdia, že uľahčenie procesu kótovania a zabezpečenie jeho väčšej flexibility pre emitentov si vyžaduje ďalšie regulačné opatrenie. V novom akčnom pláne únie kapitálových trhov prijatom v septembri 2020 bolo oznámené, že „[s] cieľom podporiť a diverzifikovať prístup malých a inovatívnych spoločností k financovaniu sa bude Komisia usilovať zjednodušiť pravidlá kótovania pre verejné trhy“. V nadväznosti na to a vychádzajúc z nariadenia (EÚ) 2019/2115 Komisia zriadila skupinu odborných znalcov zainteresovaných strán pre MSP, ktorá potvrdila názory zainteresovaných strán, že sú potrebné ďalšie legislatívne opatrenia na podporu kótovania spoločností, a najmä MSP. Vo svojej záverečnej správe z mája 2021 táto skupina vydala 12 odporúčaní na zmenu rámca kótovania, a to na regulovaných trhoch aj na rastových trhoch MSP⁴.

¹ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (prepracované znenie) (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

² Aby sa mohol MTF považovať za rastový trh MSP, aspoň 50 % emitentov, ktorých finančné nástroje sa obchodujú v MTF, musia tvoriť MSP, ktoré sú podľa smernice MiFID II vymedzené ako spoločnosti s priemernou trhovou kapitalizáciou nižšou ako 200 mil. EUR (pozri odôvodnenie 132 smernice MiFID II). V záujme zabezpečenia náležitej úrovne ochrany investorov musia pravidlá kótovania na rastových trhoch MSP spĺňať aj určité štandardy kvality. Okrem iného to znamená, že je potrebné vypracovať vhodný dokument o prijatí (ak sa nevyžaduje prospekt) a dodržiavať pravidelné finančné vykazovanie. Rámec pre rastové trhy MSP bol vypracovaný s cieľom lepšie zohľadniť osobitné potreby MSP, ktoré prvýkrát vstupujú na akciové trhy a trhy s dlhopismi.

³ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2019/2115 z 27. novembra 2019, ktorým sa mení smernica 2014/65/EÚ a nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) 2017/1129, pokiaľ ide o podporu využívania rastových trhov MSP (Ú. v. EÚ L 320, 11.12.2019, s. 1 – 10).

⁴ Záverečná správa skupiny odborných znalcov zainteresovaných strán pre MSP – *Empowering EU capital markets - Making listing cool again* (Posilnenie kapitálových trhov EÚ pre MSP – zatraktívnenie kótovania)(europa.eu).

Predsedníčka von der Leyenová vo svojom vyhlásení o zámere z 15. septembra 2021⁵ adresovanom Parlamentu a predsedníctvu Rady oznámila legislatívny návrh na uľahčenie prístupu MSP ku kapitálu, ktorý bol začlenený do pracovného programu Komisie na rok 2022⁶.

Rozhodovanie spoločnosti, či chce byť kótovaná, je zložité a ovplyvňuje ho viacero faktorov, pričom na mnohé z nich nemajú regulačné orgány žiadny dosah, a preto ich nemožno riešiť priamo právnymi predpismi. Na rozhodovanie o tom, či kótovať, kedy kótovať a či si zachovať kótovanie v EÚ, mali (a aj naďalej budú mať) dosah napríklad prvky ekosystému, ktoré ovplyvňujú náklady na služby kótovania, geopolitická nestabilita, brexit, COVID-19, politika centrálnej banky aj inflácia. Pri rozhodovaní spoločnosti o kótovaní a zachovaní kótovania však zohrávajú dôležitú úlohu aj regulačné požiadavky a súvisiace náklady a zaťaženie. V balíku aktu o kótovaní sa uvádza cielený súbor opatrení zameraných: i) na zníženie regulačného zaťaženia v prípadoch, keď sa považuje za nadmerné (t. j. vtedy, keď by mohla regulácia prispieť k ochrane investorov/integrite trhu spôsobom, ktorý je pre zainteresované strany nákladovo efektívnejší), a ii) na zvýšenie flexibility, ktorú poskytuje právo obchodných spoločností zakladateľom alebo ovládajúcim akcionárom spoločnosti pri výbere spôsobu rozdelenia hlasovacích práv po prijatí akcií na obchodovanie.

Regulačný rámec, ktorý sa uplatňuje na proces kótovania, má mnoho aspektov. Spoločnosti musia splňať regulačné požiadavky pred prvotnou verejnou ponukou akcií (IPO), počas nej aj po nej. Tento návrh sa zameriava na regulačné prekážky, ktoré vznikajú vo fáze pred IPO a týkajú sa nerovnakých príležitostí, ktorým čelia spoločnosti v celej EÚ pri výbere vhodných riadiacich štruktúr pri kótovaní. K navrhovanej smernici sú priložené dva ďalšie legislatívne návrhy: i) návrh nariadenia, ktorým sa mení nariadenie o prospekte⁷, nariadenie o zneužívaní trhu⁸, ii) nariadenie o trhoch s finančnými nástrojmi (MiFIR)⁹ a iii) a návrh smernice, ktorou sa zrušuje smernica o kótovaní¹⁰ a mení smernica MiFID II. Oba návrhy majú za cieľ zjednodušiť a objasniť požiadavky na zverejňovanie informácií, ktoré sa uplatňujú na primárne a sekundárne trhy, a popritom zachovať primeranú úroveň ochrany investorov a integrity trhu. Navrhovanou smernicou sa zrušuje smernica o kótovaní a mení smernica MiFID II, pričom jej cieľom je aj zvýšiť nízku úroveň investičného prieskumu MSP.

Jedným z hlavných problémov, ktorý odrádza zakladateľov a ich rodiny od verejného kótovania (vo fáze pred IPO), je strach z toho, že po kótovaní stratia kontrolu nad svojou spoločnosťou. Kótovanie prináša zriadenie vlastníckeho podielu, a tým aj obmedzenie kontroly zakladateľov a ich rodiny nad dôležitými investíciami a výkonnými rozhodnutiami v spoločnosti. Spoločnosti, najmä MSP, sa budú snažiť o kótovanie na verejných trhoch pravdepodobne viac vtedy, ak si môžu ovládajúci akcionári ponechať po kótovaní rozhodovaciu právomoc v spoločnosti. Umožňuje im to naďalej formovať podnikanie v súlade s ich strategickou víziou a zároveň využívať výhody, ktoré prináša verejne kótovaná spoločnosť, ako aj získať dostatok finančných

⁵ Pozri s. 4: [state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf](#) (europa.eu).

⁶ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov s názvom Pracovný program Komisie na rok 2022 Spolu za silnejšiu Európu [COM (2021) 645 final], [cwp2022_en.pdf](#) (europa.eu).

⁷ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu, a o zrušení smernice 2003/71/ES (Ú. v. EÚ L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁸ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 596/2014 zo 16. apríla 2014 o zneužívaní trhu a o zrušení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES a smerníc Komisie 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁹ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 600/2014 z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 648/2012.

¹⁰ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2001/34/ES z 28. mája 2001 o prijímaní cenných papierov na kótovanie na burze cenných papierov a o informáciách, ktoré sa o týchto cenných papieroch musia zverejňovať (Ú. v. ES L 184, 6.7.2001, s. 1).

prostriedkov na to, aby sa im proces kótovania oplatil. Platí to najmä pre menšie rodinné spoločnosti, startupy a podniky s dlhodobými projektmi, ktoré si vyžadujú značné počiatočné náklady. Všetky tieto spoločnosti môžu riskovať, že sa nadmerne vystavia výkyvom na verejných trhoch alebo budú čeliť hrozbe nepriateľského prevzatia. Týmto spoločnostiam by aj najviac prospelo kótovanie na rastovom trhu MSP, čo je kategória MTF určená špeciálne pre MSP, kde môžu využívať menej prísne regulačné požiadavky. Menšie spoločnosti môžu mať väčšiu potrebu diverzifikovať financovanie než väčšie spoločnosti, a to z dôvodu, že zvyčajne majú rizikovejší profil, sú menej viditeľné pre potenciálnych investorov, nemôžu si dovoliť kótovanie v zahraničí a v niektorých prípadoch sa potrebujú viac rozvíjať. Keďže prístup na verejné trhy je zvlášť dôležitý pre menšie a rýchlo rastúce spoločnosti, tento návrh sa zameriava na spoločnosti, ktoré sa kótujú na rastových trhoch MSP.

Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami sú účinným mechanizmom, ktorý vlastníkom spoločností umožňuje zachovať si rozhodovacie právomoci v spoločnosti a zároveň získavať finančné prostriedky na verejných trhoch. Tieto akciové štruktúry umožňujú akcionárovi (alebo skupine akcionárov) ponechať si kontrolný podiel v spoločnosti bez toho, aby museli uskutočniť hospodársku investíciu primeranú veľkosti podielu, ako je to v prípade, keď majú všetky akcie rovnaké hlasovacie práva. Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami sa zvyčajne skladajú aspoň z dvoch odlišných a samostatných tried akcií s rôznym počtom hlasovacích práv spojených s akciami podľa ich zaradenia do jednotlivých tried.

Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami predstavujú len jeden z existujúcich mechanizmov na posilnenie kontroly, t. j. mechanizmov, ktorými sa vytvára nepomer medzi finančným vlastníctvom a hlasovacím právom, v dôsledku čoho môže akcionár posilniť svoju kontrolu bez toho, aby musel vlastniť primeraný kapitálový podiel. Zo štúdie o proporcionalite medzi vlastníctvom a kontrolou v členských štátoch¹¹, ktorá bola vydaná v roku 2007, vyplynulo, že dostupné mechanizmy na zvýšenie/zachovanie kontroly prostredníctvom posilnenia hlasovacích práv môžu okrem iného zahŕňať aj vernostné akcie¹², akcie bez hlasovacieho práva¹³, prioritné akcie bez hlasovacieho práva¹⁴ a hlasovacie stropy¹⁵.

Väčšina týchto alternatívnych akciových štruktúr je však koncipovaná s menšou mierou pružnosti, a preto obmedzuje objem finančných prostriedkov, ktoré je možné získať vo fáze IPO a prostredníctvom následných emisií. Vernostné akcie navyše predstavujú mechanizmus na posilnenie kontroly, ktorý je určený najmä na podporu dlhodobejšieho vlastníctva akcií medzi investormi a vedie k stabilnejšiemu a dlhodobjšiemu vlastníctvu, a nie k zvyšovaniu atraktívnosti získavania finančných prostriedkov od verejnosti. Keďže s vernostnými akciami sa zvyčajne spája menší počet dodatočných hlasovacích práv pre ovládajúcich akcionárov než s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami a keďže pred aktívovaním posilnených hlasovacích práv si vernostné akcie zvyčajne vyžadujú isté obdobie držby, považujú ich zakladatelia a rodinné spoločnosti za menej atraktívne. Potvrdzujú to aj empirické dôkazy,

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

¹² Vernostné akcie sú akcie, ktorými sa posilňuje hlasovacie právo akcionárov, ktorí ich vlastnia určitý čas. Držitelia vernostných akcií zvyčajne získavajú dva hlasy na akciu namiesto jedného, ak vlastnia tieto akcie aspoň dva roky.

¹³ Akcie bez hlasovacieho práva sú akcie bez hlasovacích práv, s ktorými nie sú spojené žiadne práva na peňažné toky (napríklad prednostná dividenda), ktoré by boli náhradou za neexistenciu hlasovacích práv.

¹⁴ Prioritné akcie bez hlasovacieho práva sú akcie bez hlasovacieho práva emitované s osobitným právom na peňažné toky, ktoré je náhradou za neexistenciu hlasovacích práv [napríklad prednostná (vyššia alebo zaručená) dividenda].

¹⁵ Hlasovací strop je obmedzenie, ktorým sa zakazuje akcionárom využitie hlasovacieho práva nad určitú prahovú hodnotu bez ohľadu na počet hlasovacích práv, ktoré majú k dispozícii. Hlasovacie stropy možno vyjadriť ako percentuálny podiel všetkých zostávajúcich hlasovacích práv (napríklad ak žiadny akcionár nemôže hlasovať za viac ako tri percentá registrovaného základného imania spoločnosti) alebo ako percentuálny podiel všetkých hlasov odovzdaných na valnom zhromaždení (spoločné pre všetky členské štáty).

z ktorých vyplýva, že po zavedení vernostných akcií v niektorých členských štátoch sa nezvýšil počet spoločností vstupujúcich na verejné trhy. Na druhej strane akcie s viacnásobnými hlasovacími právami zakladateľom umožňujú zachovať si kontrolu aj pri odpredaji väčšej časti ich investície v spoločnosti, a to vďaka slabšiemu prepojeniu medzi hospodárskym záujmom a hlasovacími právami.

Zavedenie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnosti vedie k tomu, že ostatní akcionári (investori) majú menšiu rozhodovaciu právomoc v pomere k svojim hospodárskym investíciám. Toto oslabenie hlasovacieho práva by mohlo viesť k špecifickým problémom, ak sa primerane nezmierni. Medzi takéto problémy môže patriť napríklad presadzovanie vlastných záujmov akcionárov¹⁶, presúvanie aktív spoločnosti a všeobecnejšie získavanie súkromných výhod kontrolujúcim akcionárom, napríklad prostredníctvom transakcií s prepojenými stranami. Rozried'ovací účinok akcií s viacnásobnými hlasovacími právami môže viesť navyše aj k tomu, že ovládajúci akcionári môžu blokovať niektoré rozhodnutia, ako napríklad tie, ktoré sa zameriavajú na ciele udržateľnosti, čím sa budú posilňovať záujmy ovládajúceho akcionára namiesto dlhodobého udržateľného rozvoja spoločnosti. Tieto potenciálne problémy sa však dajú vyriešiť zavedením záruk zameraných na ochranu menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti, ako je maximálny pomer hlasov, doložka o zániku platnosti a obmedzenie používania akcií s viacnásobnými hlasovacími právami v určitých prípadoch, napríklad ak ide o otázky udržateľnosti.

EÚ je v súčasnosti nejednotná, pokiaľ ide o akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, čo znamená, že spoločnosti z EÚ nemajú pri rozhodovaní o kótovaní rovnaké príležitosti. Niektoré členské štáty, ako napríklad Švédsko alebo Dánsko, povoľujú akcie s viacnásobnými hlasovacími právami takmer od začiatku existencie svojich kapitálových trhov. Vo Švédsku bol percentuálny podiel kótovaných spoločností s týmito akciovými štruktúrami vždy na úrovni nad 40 % a vo Fínsku a Dánsku predstavujú tieto spoločnosti väčšinu verejne kótovaných spoločností z hľadiska trhovej kapitalizácie. Na druhej strane iné členské štáty akcie s viacnásobnými hlasovacími právami zakázali. V niektorých prípadoch sa zákaz obmedzuje na verejné spoločnosti, napríklad v Nemecku a Belgicku, v iných sa uplatňuje na všetky spoločnosti, napríklad v Rakúsku a Chorvátsku.

Existujúce rozdiely vo vnútroštátnych režimoch akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami vytvárajú nerovnaké podmienky pre spoločnosti v jednotlivých členských štátoch. Podnikatelia a spoločnosti z členských štátov, ktoré zakazujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, sú v nevýhode v porovnaní so spoločnosťami z členských štátov, ktoré akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami povoľujú. Podnikatelia a spoločnosti, ktoré chcú zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami a využívať flexibilitu, ktorú ponúka, majú na výber, či zostanú súkromnými spoločnosťami alebo sa premiestnia do iného členského štátu (alebo nečlenskej krajiny EÚ), čím sa obmedzuje ich výber financovania a zvyšujú sa im náklady na kapitál. Najviac to ovplyvňuje MSP a začínajúce startupy, ktorým chýbajú finančné prostriedky na pokrytie dodatočných nákladov spojených s kótovaním v inom členskom štáte alebo v nečlenskej krajine EÚ.

Cieľom tohto návrhu je dosiahnuť minimálnu harmonizáciu vnútroštátnych právnych predpisov, ktorými sa upravujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa kótujú na rastových trhoch MSP, a zároveň ponechať dostatočnú flexibilitu členským štátom pri ich vykonávaní. Zatiaľ čo regulované trhy sú vo všeobecnosti vhodnejšie pre väčšie a vyspelejšie spoločnosti, rastové trhy MSP boli prevažne navrhnuté na

¹⁶ K presadzovaniu vlastných záujmov akcionárov dochádza vtedy, keď majú ovládajúci akcionári nepretržitú kontrolu, a preto môžu prijímať rozhodnutia vo svoj vlastný prospech bez toho, aby prihliadali na záujmy spoločnosti a ostatných akcionárov, pričom ostatní akcionári nedokážu týmto rozhodnutiam účinne zabrániť.

kótovanie menších spoločností, takže pri regulačnej úprave rastových trhoch MSP sa zohľadňujú osobitosti MSP. Nie všetky spoločnosti s cennými papiermi kótovanými na rastových trhoch MSP sú však MSP. Spoločnosti iné než MSP majú vo všeobecnosti likvidnejšie cenné papiere, a preto ich začlenenie umožňuje rastovým trhom MSP generovať vyššie poplatky za obchodovanie, a udržať si tak ziskovosť svojho obchodného modelu. V súčasnosti sa však na všetkých emitentov na rastových trhoch MSP vzťahujú rovnaké pravidlá bez ohľadu na ich veľkosť, aby to bolo pre investorov zrozumiteľnejšie. V súlade s týmto prístupom sa v tomto návrhu zavádza možnosť zavedenia akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami v prípade všetkých spoločností, ktoré sa po prvýkrát uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP.

V tomto návrhu sa poskytujú záruky na zabezpečenie ochrany menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti. V zmysle týchto záruk sa od všetkých členských štátov vyžaduje, aby zabezpečili, že každé rozhodnutie zaviesť akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami alebo zmeniť túto štruktúru, pokiaľ by táto zmena vyvolala zmenu v hlasovacích právach, sa prijíma kvalifikovanou väčšinou na valnom zhromaždení akcionárov. V zárukách uvedených v tomto návrhu sa zavádza aj obmedzenie hlasovacej váhy akcií s viacnásobnými hlasovacími právami tak, že sa zavádzajú obmedzenia buď na úrovni koncepcie akciovej štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, alebo obmedzenia na úrovni výkonu hlasovacích práv spojených s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami na účely prijatia určitých rozhodnutí. Uvedené záruky sú určené na ochranu záujmu menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti a zároveň poskytujú ovládajúcim akcionárom dostatočnú flexibilitu na to, aby ich to neodrádzalo od využívania akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami. Okrem toho sú tieto záruky do veľkej miery v súlade so zárukami, ktoré už existujú v právnych systémoch členských štátov s dobre fungujúcimi režimami akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami. V daných členských štátoch by preto boli potrebné minimálne úpravy súčasných právnych systémov.

- **Súlady s existujúcimi ustanoveniami v tejto oblasti politiky**

Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami sa v súčasnosti regulujú výlučne na vnútroštátnej úrovni.

Navrhovaná smernica je zlučiteľná s cieľmi existujúcich právnych predpisov EÚ, v ktorých sa stanovujú požiadavky na verejné spoločnosti a ktorými sa koordinujú vnútroštátne ustanovenia v oblasti práva obchodných spoločností. Patrí sem aj smernica o práve obchodných spoločností¹⁷, ktorej cieľom je zabezpečiť minimálnu rovnocennú ochranu akcionárom aj veriteľom. Harmonizujú sa v nej vnútroštátne ustanovenia o niektorých aspektoch práva obchodných spoločností, ako napríklad o zakladaní verejných akciových spoločností, požiadavkách na základné imanie a rozdelení platieb akcionárom. Rozsah pôsobnosti navrhovanej smernice sa neprekrýva s rozsahom pôsobnosti smernice o práve obchodných spoločností, v ktorej sa neregulujú akciové štruktúry spoločností (vrátane akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami). Namiesto toho sa táto problematika rieši v tomto návrhu.

Ďalej sa v návrhu od členských štátov vyžaduje zavedenie ustanovení, ktorými sa zabezpečí ochrana záujmov spoločností a menšinových akcionárov, takže je návrh v súlade s politickým cieľom presadzovaným v smernici (EÚ) 2017/828¹⁸, a teda aj s posilňovaním dlhodobého udržateľného rozvoja spoločností a ochranou záujmov spoločnosti a jej menšinových akcionárov v prípade transakcií prepojenej tretej strany, a to aj napriek rozdielom v rozsahu

¹⁷ Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1132 zo 14. júna 2017 týkajúca sa niektorých aspektov práva obchodných spoločností (kodifikované znenie) (Ú. v. EÚ L 169, 30.6.2017, s. 46).

¹⁸ Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/828 zo 17. mája 2017, ktorou sa mení smernica 2007/36/ES, pokiaľ ide o podnietenie dlhodobého zapojenia akcionárov (Ú. v. EÚ L 132, 20.5.2017, s. 1 – 25).

pôsobnosti týchto dvoch aktov (smernica sa týka práv akcionárov v spoločnostiach prijatých na obchodovanie na regulovaných trhoch, zatiaľ čo tento návrh sa týka práv akcionárov v spoločnostiach prijatých na obchodovanie na rastových trhoch MSP).

Podobne sa navrhovaná smernica neprekryva ani s rozsahom pôsobnosti smernice o ponukách na prevzatie, v ktorej sa stanovujú pravidlá platné pre verejné spoločnosti, na ktoré sa vzťahujú ponuky na prevzatie, s cieľom zabezpečiť záujmy akcionárov. Dôležité je, že smernica o ponukách na prevzatie¹⁹ sa uplatňuje iba na spoločnosti prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu, a nie na spoločnosti prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP, ktorých sa týka tento návrh. Ustanovenia o transparentnosti v tomto návrhu však slúžia na presadzovanie podobných cieľov, ako sú ciele smernice o ponukách na prevzatie, a zameriavajú sa na štruktúru základného imania spoločnosti, štruktúru akcionárov, ako aj na práva a povinnosti spojené s cennými papiermi spoločnosti.

A napokon je navrhovaná smernica v súlade s ustanoveniami smernice MiFID II, ktorou sa regulujú rastové trhy MSP.

- **Súlad s ostatnými politikami Únie**

Návrh je plne v súlade so základným cieľom únie kapitálových trhov, t. j. lepšie sprístupniť financovanie spoločnostiam z EÚ, a najmä MSP. Takisto je zlučiteľný s početnými legislatívnymi aj nelegislatívnymi opatreniami prijatými Komisiou v rámci akčného plánu únie kapitálových trhov z roku 2015²⁰, strednodobého preskúmania akčného plánu únie kapitálových trhov z roku 2017²¹ a akčného plánu únie kapitálových trhov z roku 2020.

V snahe podporiť tvorbu pracovných miest a rast v EÚ bolo uľahčenie prístupu spoločností, a najmä MSP, k financovaniu už od samého začiatku kľúčovým cieľom únie kapitálových trhov. Od uverejnenia akčného plánu únie kapitálových trhov v roku 2015 boli prijaté viaceré ciele opatrenia na vytvorenie primeraných zdrojov financovania MSP vo všetkých fázach ich rozvoja. V strednodobom preskúmaní akčného plánu únie kapitálových trhov uverejnenom v júni 2017 sa Komisia rozhodla zvýšiť svoje ambície a viac sa zamerala na prístup MSP k verejným trhom. V máji 2018 uverejnila Komisia návrh na podporu využívania rastových trhov MSP²² s cieľom znížiť administratívne zaťaženie a vysoké náklady na dodržiavanie predpisov, ktorým čelia emitenti na rastových trhoch MSP, a zároveň zabezpečiť vysokú úroveň integrity trhu a ochranu investorov; posilniť likviditu verejne kótovaných akcií MSP, aby sa tieto trhy stali atraktívnejšími pre investorov, emitentov a sprostredkovateľov; a uľahčiť registráciu MTF ako rastových trhov MSP. Návrh na podporu využívania rastových trhov MSP bol prijatý v novembri 2019.

Po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19 Komisia navyše uverejnila balík opatrení na obnovu kapitálových trhov, ktorý pozostával z cielených zmien nariadenia o kapitálových trhoch a bankách, pričom jeho všeobecným cieľom bolo zjednodušiť podporovanie podnikov z EÚ prostredníctvom kapitálových trhov v záujme obnovy po kríze spôsobenej pandémiou COVID-19. Navrhované zmeny pravidiel kapitálových trhov boli zamerané najmä na zmiernenie regulačného zaťaženia a zložitosti, ktorým musia čeliť investičné spoločnosti a emitenti.

¹⁹ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie (Ú. v. EÚ L 142, 30.4.2004, s. 12).

²⁰ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov Akčný plán na vybudovanie únie kapitálových trhov [COM(2015) 468 final].

²¹ Oznámenie Komisie o preskúmaní akčného plánu únie kapitálových trhov v polovici trvania {[SWD(2017) 224 final] a [SWD(2017) 225 final] – 8. júna 2017}, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.

²² Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa menia nariadenia (EÚ) č. 596/2014 a (EÚ) 2017/1129, pokiaľ ide o podporu využívania rastových trhov MSP [COM(2018) 331 final].

Tento návrh vychádza z akčného plánu únie kapitálových trhov z roku 2020 a jeho cieľom je lepšie sprístupniť financovanie spoločnostiam z EÚ (opatrenie 2 Podpora prístupu na verejné trhy). Návrh sa zameriava na zmiernenie regulačných požiadaviek, ktoré môžu odrádzať spoločnosť od toho, aby sa rozhodla pre kótovanie alebo zachovala kótovanie. Ďalšie faktory, ktoré môžu emitentov odrádzať od kótovania, ako napríklad úzka investorská základňa a daňové zvýhodňovanie dlhov oproti kapitálu, sa riešia v iných prebiehajúcich a nadchádzajúcich iniciatívach únie kapitálových trhov, ktoré dopĺňajú zmeny predkladané v tomto návrhu, a mali by sa analyzovať v spojení s touto iniciatívou. Uvedené iniciatívy sa týkajú napríklad i) vytvorenia jednotného miesta prístupu EÚ (ESAP)²³, ktorým sa bude riešiť nedostatok prístupných a porovnateľných údajov pre investorov, vďaka čomu sa spoločnosti zviditeľnia pred investormi; ii) centralizácie informácií EÚ o obchodovaní v konsolidovanom informačnom systéme²⁴ v záujme dosiahnutia účinnejšieho prostredia na obchodovanie na verejných trhoch a zisťovanie cien a iii) zavedenia úľavy na zníženie zvýhodňovania dlhu voči vlastnému imaniu (DEBRA)²⁵ s cieľom viac atraktívniť (a zlacniť) kapitálové financovanie pre spoločnosti.

Investorskú základňu pre kótované akcie posilní aj séria iniciatív Komisie. Fond IPO EÚ pre MSP bude zohrávať úlohu hlavného investora s cieľom prilákať väčší objem súkromných investícií do verejného kapitálu MSP prostredníctvom vytvárania partnerstiev s inštitucionálnymi investormi a investovania do fondov zameraných na emitentov z radov MSP. Vďaka preskúmaniu nariadenia o kapitálových požiadavkách a smernice Solventnosť II sa prispeje k zväčšeniu investorskej základne pre emitentov, keďže sa uľahčí investovanie bánk a poisťovní do (dlhodobého) verejného kapitálu.

Tento návrh je takisto v súlade s Novým európskym inovačným programom²⁶ uverejneným v roku 2022, keďže sa ním atraktívnejšie kapitálové trhy pre zakladateľov spoločností bez toho, aby sa museli vzdať kontroly pri kótovaní na verejných trhoch.

V návrhu sa prihliada aj na zistenia uvedené v stanovisku platformy Fit for Future, ktoré sa týkajú uľahčovania prístupu MSP ku kapitálu, a najmä zjednodušenia postupov prijímania cenných papierov MSP a iných kótovacích povinností na obchodovanie.

Keďže sa týmto návrhom umožní väčšiemu počtu MSP získať lepší prístup k čoraz viac diverzifikovanému financovaniu prostredníctvom kótovania na rastových trhoch MSP na základe najvhodnejšej štruktúry správy a riadenia spoločnosti, bude v súlade aj s cieľom balíka pomoci pre MSP, ktorý oznámila predsedníčka von der Leyenová v prejave o stave Európskej únie v septembri 2022.

A napokon sa ustanoveniami návrhu o zárukách zabezpečuje aj ochrana záujmov spoločnosti proti rozhodnutiam, ktoré vytvárajú riziká zhoršenia situácie v oblasti ľudských práv, dôsledkov na zmenu klímy a životné prostredie alebo vedú k ich zhoršeniu. Návrh je preto v súlade s cieľom politiky Komisie v oblasti správy a riadenia spoločností, ktorý spočíva v posilnení udržateľného a zodpovedného správania spoločností, a teda aj v súlade s návrhom smernice Komisie o náležitej

²³ Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje jednotné európske miesto prístupu, ktoré poskytuje centralizovaný prístup k verejne dostupným informáciám týkajúcim sa finančných služieb, kapitálových trhov a udržateľnosti [COM(2021) 723 final].

²⁴ Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 600/2014, pokiaľ ide o zvýšenie transparentnosti údajov o trhu, odstránenie prekážok vzniku konsolidovaného informačného systému, optimalizáciu obchodovacích povinností a zákaz prijímania platieb za postupovanie pokynov klientov [COM(2021) 727 final].

²⁵ Návrh smernice Rady o stanovení pravidiel týkajúcich sa úľavy na zníženie zvýhodňovania dlhu voči vlastnému imaniu a obmedzenia odpočítateľnosti úrokov na účely dane z príjmov právnických osôb [COM(2022) 216 final].

²⁶ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov Nový európsky inovačný program [COM(2022) 332 final].

starostlivosti podnikov v oblasti udržateľnosti²⁷, ktorá sa zameriava na zakotvenie ľudských práv a environmentálnych hľadísk do systémov správy a riadenia spoločností.

2. PRÁVNÝ ZÁKLAD, SUBSIDIARITA A PROPORCIONALITA

• Právny základ

Tento návrh je založený na článku 114 a článku 50 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ).

V článku 114 sa ustanovuje prijímanie opatrení na aproximáciu ustanovení zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení členských štátov, ktoré smerujú k vytváraniu a fungovaniu vnútorného trhu. Využitie článku 114 je možné v prípade, že rozdiely medzi vnútroštátnymi pravidlami narúšajú základné slobody alebo vedú k narúšaniu hospodárskej súťaže, a tak majú priamy vplyv na fungovanie vnútorného trhu. Cieľom navrhovanej smernice je odstrániť prekážky brániace vo výkone základných slobôd, akými sú voľný pohyb kapitálu a sloboda usadiť sa. Tieto prekážky vyplývajú z rozdielov medzi vnútroštátnymi právnymi predpismi v oblasti práva obchodných spoločností v EÚ, keďže niektoré členské štáty bránia svojim spoločnostiam vstupovať na verejné trhy prostredníctvom akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami. Obmedzujú tým ich prístup ku kapitálu a bránia vytvoreniu jednotného trhu s kapitálom v EÚ.

V článku 50 ods. 1 ZFEÚ, a najmä v článku 50 ods. 2 písm. g), sa ustanovuje právomoc EÚ prijať kroky na dosiahnutie slobody usadiť sa v určitej činnosti, a to najmä tak, že „v potrebnej miere koordinuj[e] ochranu záujmov spoločníkov a tretích osôb, ako sa to vyžaduje v členských štátoch od spoločností alebo firiem v zmysle druhého pododseku článku 54 s cieľom zabezpečiť rovnocenné záruky v celej Únii“. Cieľom navrhovanej smernice je zaviesť koordinačné opatrenia týkajúce sa ochrany záujmov akcionárov spoločností a iných akcionárov, aby sa zmiernili rozdiely medzi vnútroštátnymi pravidlami a prekážky brániace výkonu slobody usadiť sa.

• Subsidiarita (v prípade inej ako výlučnej právomoci)

Podľa článku 4 ZFEÚ sa činnosť EÚ zameraná na dokončenie vnútorného trhu musí posúdiť v kontexte zásady subsidiarity stanovenej v článku 5 ods. 3 Zmluvy o Európskej únii (ZEU). Podľa zásady subsidiarity by sa opatrenie na úrovni EÚ malo prijať len v prípade, že ciele navrhovaného opatrenia nemôžu uspokojivo dosiahnuť samotné členské štáty, a preto sa vyžaduje prijatie opatrenia na úrovni EÚ. V prípade akcií s viacnásobnými hlasovacími právami je nepravdepodobné, že by členské štáty, ktoré v súčasnosti nepovoľujú takéto akciové štruktúry, zmenili v blízkej budúcnosti jednostranne a bez vonkajšieho stimulu svoje pravidlá bez opatrenia na úrovni EÚ. Sú za tým najmä historické dôvody, odpor zainteresovaných strán v týchto krajinách a skutočnosť, že zmena práva obchodných spoločností, ktoré sa vyvíja celé stáročia, je často zložitá. Každé oneskorenie pri zavádzaní týchto štruktúr v celej EÚ by znamenalo, že menším spoločnostiam bude v členských štátoch, ktoré zakazujú akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, naďalej hroziť, že prídu o možnosti financovania. A napokon, aj keby sa členské štáty rozhodli opatrenie prijať, ich prístupy by sa mohli do veľkej miery líšiť, čo by mohlo viesť k ďalšej fragmentácii.

• Proporcionalita

Cieľom navrhovanej smernice je prispieť k riadnemu fungovaniu jednotného trhu a odstrániť prekážky brániace vo výkone základných slobôd, akými sú voľný pohyb kapitálu a sloboda usadiť sa. Tieto prekážky sú spôsobené rozdielmi medzi režimami vnútroštátneho práva

²⁷ Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady o náležitej starostlivosti podnikov v oblasti udržateľnosti a o zmene smernice (EÚ) 2019/1937 [COM(2022) 71 final].

obchodných spoločností, pokiaľ ide o akciové štruktúry, a najmä možnosť spoločností zaviesť akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami. Na účely dosiahnutia tohto cieľa sa v návrhu stanovujú iba minimálne harmonizačné požiadavky, a aj tie len vo vzťahu k hlavnej právnej zásade, podľa ktorej sa povoľujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, a dopĺňajú sa minimálne záruky potrebné na ochranu záujmov menšinových akcionárov a záujmu spoločnosti. Okrem toho sa jeho rozsah pôsobnosti obmedzuje na rastové trhy MSP, a najmä na MSP, ktoré by mali z takéhoto opatrenia najväčší prospech.

V navrhovanej smernici sa členským štátom ponecháva dostatočná flexibilita na začlenenie ustanovení návrhu do vnútroštátneho právneho režimu. Konkrétne tak, že sa v nej pravidlá dopĺňajú o ďalšie opatrenia vrátane záruk na ochranu akcionárov a záujmov spoločnosti, za predpokladu, že sú v súlade s cieľmi tejto smernice, alebo že sa ňou povoľujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v situáciách, ktoré nepatria do rozsahu pôsobnosti tohto návrhu. V súlade so zásadou subsidiarity podľa článku 5 ZEÚ preto navrhovaná smernica neprekračuje rámec toho, čo je nevyhnutné na dosiahnutie jej cieľov.

- **Výber nástroja**

Začlenenie jednotného trhu EÚ do oblasti práva obchodných spoločností, najmä akciových štruktúr, sa dá najlepšie dosiahnuť aproximáciou právnych predpisov harmonizáciou prostredníctvom smernice. Použitím smernice sa rešpektujú rôzne právne kultúry a systémy práva obchodných spoločností jednotlivých členských štátov a zabezpečuje dostatočná flexibilita v procese transpozície, aby bolo možné zaviesť spoločné minimálne normy tak, aby boli s týmito rozdielnymi systémami kompatibilné.

Odporúčaním by sa nedal dosiahnuť želaný cieľ aproximácie v tejto oblasti politiky, keďže boli identifikované veľké rozdiely v záväzných právnych predpisoch členských štátov. Aproximácia prostredníctvom nariadenia by sa zase neposkytovala členským štátom dostatočnú flexibilitu na prispôbenie sa miestnym podmienkam a na zachovanie konzistentnosti pravidiel EÚ so všeobecnejším vnútroštátnym právom obchodných spoločností.

3. VÝSLEDKY HODNOTENÍ EX POST, KONZULTÁCIÍ SO ZAJINTERESOVANÝMI STRANAMI A POSÚDENÍ VPLYVU

- **Hodnotenia ex post/kontroly vhodnosti existujúcich právnych predpisov**

Neuplatňuje sa.

- **Konzultácie so zainteresovanými stranami**

V posledných rokoch vykonávala Komisia priebežné hodnotenia, v ktorých sa osobitne zameriavala na prístup spoločností, a najmä MSP, na verejné trhy. Problematika regulačného zaťaženia spoločností pri prístupe na verejné trhy sa riešila na fóre na vysokej úrovni pre úniu kapitálových trhov, v skupine odborných znalcov zainteresovaných strán, ako aj akčnom pláne únie kapitálových trhov z roku 2020. Komisia zohľadnila aj výsledky štúdie spoločnosti Oxera, ktorá viedla rozsiahly výskum o tejto téme²⁸. V snahe získať ďalšie podklady k uvedenej problematike bola v novembri 2021 uverejnená výzva na predloženie dôkazov a začala sa verejná a cieleňá konzultácia týkajúca sa aktu o kótovaní. Konzultácie sa uskutočňovali 14 týždňov (od 19. novembra 2021 do 25. februára 2022).

V apríli 2022 Komisia zorganizovala aj dve technické stretnutia/semináre so zainteresovanými stranami z odvetvia s cieľom ešte dôkladnejšie prepracovať zvažované možnosti politiky.

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU* (Primárne a sekundárne akciové trhy v EÚ), záverečná správa, november 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf.

Komisia okrem toho predstavila ciele návrhu skupine odborníkov Európskeho výboru pre cenné papiere 15. októbra 2021, 17. mája 2022 a 30. mája 2022.

Dňa 17. mája 2022 sa uskutočnilo aj stretnutie s koordinátormi Výboru pre hospodárske a menové veci (ECON) Európskeho parlamentu, na ktorom boli predložené ciele návrhu.

A napokon sa 12. septembra 2022 uskutočnilo stretnutie so skupinou odborníkov na právo obchodných spoločností.

Verejné a ciele konzultácie

V rámci verejných a cieľených konzultácií respondenti zdôraznili, že jedným z hlavných dôvodov, pre ktoré sa mnohí rýchlo rastúci emitenti zameraní na špičkové technológie rozhodnú pre kótovanie v nečlenských krajinách EÚ (napríklad v USA alebo v Spojenom kráľovstve), je flexibilita, ktorú tamojšie jurisdikcie poskytujú emitentom v oblasti akcií s viacnásobnými hlasovacími právami²⁹. Podobne niektorí respondenti³⁰ upozornili na to, že viaceré spoločnosti z EÚ nedávno premiestnili svoje štatutárne sídla z krajín s obmedzenými možnosťami emitovania akcií s viacnásobnými hlasovacími právami (napr. z Talianska, Nemecka a Španielska) do Holandska, teda krajiny, ktorá zaujala povôľujúci a flexibilný prístup k akciovým štruktúram s viacnásobnými hlasovacími právami³¹. A napokon 64 % respondentov uviedlo, že by bolo prínosné, keby sa v práve Únie stanovilo, že emitenti z celej EÚ sa môžu kótovať na obchodnom mieste v EÚ na základe akciovej štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami.

Väčšina respondentov v rámci konzultácie (83 %) ³² sa domnievala, že využívanie akcií s viacnásobnými hlasovacími právami tam, kde je to povolené, účinne motivovalo viacero firiem ku kótovaniu na verejných trhoch. Na otázku, aký vplyv majú akcie s viacnásobnými hlasovacími právami na atraktivitu spoločnosti pre investorov, väčšina respondentov (prevažne emitenti a burzy) odpovedala, že vplyv je buď pozitívny, alebo neutrálny³³. Títo respondenti uviedli, že akcie s viacnásobnými hlasovacími právami neznižujú záujem investorov za predpokladu, že sú zavedené určité záruky, a zdôraznili, že transparentnosť zohráva kľúčovú úlohu z hľadiska toho, aby mohli investori prijímať plne informované investičné rozhodnutia.

Respondenti, ktorí vnímali atraktivitu negatívne (vrátane dvoch príslušných vnútroštátnych orgánov a niektorých združení investorov), vyjadrili obavy z toho, že zanikne zásada „jedna akcia – jeden hlas“. Jeden respondent konkrétne uviedol, že akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami môžu oslabovať existujúce mechanizmy zodpovednosti v práve správy a riadenia spoločností, ako je schopnosť akcionárov voliť riaditeľov, a môžu viesť k tomu, že manažment bude presadzovať vlastné záujmy. Aj medzi respondentmi, ktorý považovali vplyv za mierne negatívny alebo negatívny, sa však našli takí, ktorí poznamenali, že akcie s viacnásobnými hlasovacími právami sú za určitých okolností prospešné (najmä v prípade rýchlo rastúcich spoločností, inovačných spoločností a spoločností vedených zakladateľmi, ktoré sa chcú kótovať). Uviedli, že všetky zavedené zmeny by mali nastoľovať primeranú rovnováhu. Táto rovnováha by mala zabezpečovať primeranú ochranu správy a riadenia, ako napríklad obmedzenie rozhodnutí, ktoré možno prijímať na základe

²⁹ K zainteresovaným stranám, ktoré tento názor podporili, patria investičné banky, združenia trhov s cennými papiermi, zástupcovia ministerstiev financií a združenia súkromného kapitálu.

³⁰ Uviedli to dve zainteresované strany z Holandska.

³¹ Zatiaľ sa do Holandska premiestnilo na účely kótovania z dôvodu atraktivity systému akcií s viacnásobnými hlasovacími právami niekoľko spoločností. Žiadne dostupné údaje to však nepotvrdzujú.

³² T. j. 34 zo 41 respondentov.

³³ 22 % (čo zodpovedá 9 respondentom) uviedlo pozitívny alebo mierne pozitívny vplyv, 29 % (čo zodpovedá 12 respondentom) uviedlo neutrálny vplyv a 36 % respondentov (čo zodpovedá 15 respondentom, prevažne investorov a príslušných vnútroštátnych orgánov) uviedlo negatívny alebo mierne negatívny vplyv.

dodatočných hlasovacích práv, umožniť spoločnostiam vedeným zakladateľmi získať finančné prostriedky na verejnom trhu a zachovať dlhodobú víziu zakladateľa spoločnosti.

Respondenti teda zdôraznili, že prípadná flexibilita akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami by sa mala koncipovať tak, aby sa zaistili štandardy správy a riadenia (napríklad prostredníctvom doložiek o zániku, ustanovení o neprevoditeľnosti, automatického zrušenia/konverzie pri ukončení atď.).

Odporúčania skupiny odborníkov

Fórum na vysokej úrovni pre úniu kapitálových trhov odporúčalo, aby mali spoločnosti pri vstupe na verejné trhy možnosť vybrať si akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami. Skupina odborníkov uviedla, že takéto štruktúry by pomohli spoločnostiam zabrániť prevzatiu väčšími spoločnosťami, motivovali by vlastníkov k zabezpečovaniu rastu a prispievali by k posilňovaniu dlhodobého výhľadu spoločnosti za súčasného zachovania kótovania ako atraktívnej možnosti financovania. Zdôraznili však, že je potrebné myslieť aj na to, že ostatným akcionárom to bráni vo vykonávaní ich povinností súvisiacich so správou a riadením spoločnosti.

Skupina odborných znalcov zainteresovaných strán (TESG) toto odporúčanie plne podporila a uviedla, že by malo byť výsadou emitentov rozhodnúť o tom, či začleniť, alebo nezačleniť doložku o zániku alebo maximálny vážený pomer hlasov.

Stretnutia zainteresovaných strán

Dva technické semináre so zainteresovanými stranami, ktoré zorganizovala Komisia, nepriniesli žiadne významné podnety k téme akcií s viacnásobnými hlasovacími právami. Niektoré zainteresované strany (burzy) jednoznačne podporili harmonizáciu na úrovni EÚ, keďže by sa ňou zatriktívnilo kótovanie. Na druhej strane sa ostatné zainteresované strany (investori) domnievali, že takáto harmonizácia nie je potrebná, pričom uviedli, že pokiaľ by sa o takomto prístupe uvažovalo, bude nutné zaviesť aj primerané záruky.

Stretnutia so skupinou odborníkov Európskeho výboru pre cenné papiere Komisia predstavila ďalší možný postup v súvislosti s aktom o kótovaní v rámci projektu únie kapitálových trhov. Delegácie zúčastňujúce sa diskusie vo všeobecnosti podporili cieľ Komisie, t. j. zvýšiť atraktivnosť verejných trhov EÚ pri súčasnom zabezpečení ochrany investorov a integrity trhu. Konkrétne 13 členských štátov, ktoré vystúpili, vyjadrilo ochotu zvážiť minimálnu harmonizáciu ustanovení o akciách s viacnásobnými hlasovacími právami v práve Únie.

Stretnutie s koordinátormi výboru ECON v Európskom parlamente

Koordinátori poslancov EP, ktorí sa zúčastnili na diskusii, privítali navrhovaný postup Komisie týkajúci sa aktu o kótovaní a uznali problém s verejnými trhami EÚ. Zdôraznili, že Komisia musí nájsť správnu rovnováhu, aby zabezpečila možnosť prístupu všetkých spoločností, a najmä MSP, na verejné trhy s cieľom získať financovanie a zároveň zaistila primeranú ochranu investorov.

Stretnutie so skupinou odborníkov na právo obchodných spoločností

Stretnutie so skupinou odborníkov na právo obchodných spoločností sa uskutočnilo s cieľom výmeny názorov na existujúce vnútroštátne akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v niektorých členských štátoch. O slovo požiadali viaceré členské štáty, aby lepšie podložili svoje odpovede v prieskume Komisie (júl – august 2022).

- **Získavanie a využívanie expertízy**

Komisia získala veľký objem údajov priamo od búrz cenných papierov, emitentov a združení MSP. Určité dôkazy, ako aj vstupné informácie z trhu predložila navyše aj skupina odborných znalcov zainteresovaných strán (pôsobiaca od októbra 2020 do mája 2021). Ďalej si Komisia v novembri 2020 objednala od spoločnosti Oxera vypracovanie *štúdie o primárnych a sekundárnych akciových trhoch v EÚ*, ktorá poskytla veľmi podrobný prehľad o trhu³⁴, takisto podložený údajmi.

Predtým si Komisia objednala vypracovanie štúdie o primeranej rovnováhe medzi vlastníctvom a kontrolou v spoločnostiach kótovaných v EÚ, ktorá bola zakončená *správou o zásade proporcionality v EÚ* (uverejnená v roku 2007)³⁵. Závery uvedenej správy sa nedávno potvrdili v inej štúdii o ochrane menšinových akcionárov, ktorú si vyžiadala Komisia a ktorá bola uverejnená v roku 2018.

Na základe rozsiahlych kvalitatívnych a kvantitatívnych dôkazov získaných z verejných a cielených konzultácií týkajúcich sa aktu o kótovaní sa uskutočnilo posúdenie vplyvu: zatraktívnenie verejných kapitálových trhov pre spoločnosti z EÚ a uľahčenie prístupu MSP ku kapitálu

Ďalšími použitými zdrojmi boli rozsiahla odborná literatúra a výskum, ktorý spočíval najmä v skúmaní jurisdikcií, ktoré už majú zavedené akcie s viacnásobnými hlasovacími právami alebo nedávno prijali právne predpisy, ktorými sa povoľujú. Ďalšie rozsiahle vstupné informácie poskytli rôzne priemyselné združenia.

- **Posúdenie vplyvu**

K tomuto návrhu je priložené posúdenie vplyvu, ktoré bolo predložené 10. júna 2022 Výboru pre kontrolu regulácie. Výbor ho s výhradami schválil 8. júla 2022.

Výbor žiadal o zmenu návrhu posúdenia vplyvu s cieľom objasniť: i) zosúladenie a konzistentnosť iniciatívy aktu o kótovaní s ostatnými súvisiacimi iniciatívami kapitálových trhov; ii) riziká a obmedzenia analýzy a uznanie nezamýšľaných dôsledkov a iii) rôzne názory vyjadrené zainteresovanými stranami rôznych kategórií na vymedzenie problému, možnosti a ich vplyvy. Pripomienky výboru sa vyriešili a začlenili do záverečnej verzie posúdenia vplyvu.

V posúdení vplyvu sa analyzuje niekoľko možností politiky na zatraktívnenie kótovania na kapitálových trhoch EÚ prostredníctvom zjednodušených, jasnejších a flexibilnejších regulačných povinností s cieľom znížiť náklady spoločností všetkých veľkostí na získavanie kapitálu na verejných trhoch.

V posúdení vplyvu sa opisujú tri faktory, ktorými sa vysvetľujú problémy súvisiace s tromi fázami cyklu kótovania: s fázou pred IPO, so samotným procesom IPO a s fázou po IPO. Faktor, ktorý bol označený za dôležitý pre túto navrhovanú smernicu, sa týka nerovnakých možností spoločností z EÚ, pokiaľ ide o štruktúru správy a riadenia pri kótovaní, ktoré sú dôsledkom odlišných vnútroštátnych pravidiel týkajúcich sa akcií s viacnásobnými hlasovacími právami.

³⁴ V štúdii o primárnych a sekundárnych akciových trhoch v EÚ sa regulačným orgánom odporúčalo uvoľniť obmedzenia mechanizmov na posilnenie kontroly (k akým patria aj akcie s viacnásobnými hlasovacími právami), aby sa spoločnosti motivovali ku kótovaniu bez toho, aby sa vlastníci museli vzdať kontroly nad svojimi spoločnosťami.

³⁵ Zo štúdie o proporcionality medzi vlastníctvom a kontrolou v členských štátoch vyplynul záver, že žiadna jurisdikcia v EÚ z analyzovanej vzorky nebola za celoplošné uplatňovanie zásady „jedna akcia – jeden hlas“. Dokonca aj členské štáty, ktoré si do istej miery formálne osvojili zásadu „jedna akcia – jeden hlas“, povolili rôzne mechanizmy na posilnenie kontroly, ako sú hlasovacie stropy alebo prioritné akcie bez hlasovacieho práva. Tieto závery boli následne potvrdené v štúdii z roku 2018 o ochrane menšinových akcionárov. Táto štúdia obsahuje oddiel o uplatňovaní zásady „jedna akcia – jeden hlas“ v členských štátoch, z ktorého vyplýva záver, že vnútroštátne právne rámce členských štátov nepovažujú túto zásadu za podstatnú.

Regulačné zmeny stanovené v možnostiach by nedokázali vyriešiť všetky výzvy, ktorým čelia verejné trhy EÚ. Spoločne s ďalšími opatreniami zvažovanými v rámci všeobecnejšieho plánu na zlepšenie prístupu spoločností na verejné kapitálové trhy však môžu zmeny prispieť k zvráteniu súčasného negatívneho trendu na verejných trhoch EÚ. Bez týchto regulačných zlepšení by verejné trhy EÚ naďalej fungovali na základe neoptimálneho regulačného rámca pre kótovanie, čím by sa zas znižovala atraktivnosť verejných trhov. To by malo za následok hospodárske náklady pre emitentov a investorov z EÚ, ako aj pre hospodárstvo EÚ ako celok. Základný scenár preto neobsahuje žiadne zmeny legislatívneho rámca, ktorým sa riadia pravidlá pre spoločnosti, ktoré sa chcú kótovať, alebo pre už kótované spoločnosti.

V uprednostňovanej možnosti politiky pre fázu pred IPO sa predpokladá minimálna harmonizácia vnútroštátnych pravidiel, ktorými sa riadia akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, pričom jej koncipovanie sa ponecháva v kompetencii členských štátov. Podľa tejto možnosti by členské štáty, ktoré v súčasnosti zakazujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, museli zmeniť svoje právne predpisy tak, aby takéto štruktúry správy a riadenia umožňovali. Touto možnosťou by sa členským štátom, ktoré majú v súčasnosti zavedený flexibilný a dobre fungujúci režim, neukladali žiadne ďalšie rozsiahle obmedzenia.

Táto možnosť by účinne motivovala spoločnosti (usadené v členských štátoch, ktoré v súčasnosti zakazujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami) ku kótovaniu. Tým, že sa v rámci tejto uprednostňovanej možnosti zabezpečuje, aby mohli byť spoločnosti prijaté na obchodovanie vo všetkých členských štátoch s akciovými štruktúrami s viacnásobnými hlasovacími právami, by sa zakladateľom a vlastníkom spoločností umožnilo zmierniť stratu kontroly, ktorá je zvyčajne s kótovaním spojená. Na druhej strane by to prinieslo nové možnosti financovania tým spoločnostiam, ktoré by inak kótovanie nezvažovali. Spoločnostiam, ktoré sa v súčasnosti musia kótovať v zahraničí, aby mohli využiť flexibilitu, by to tak prinieslo značné úspory nákladov. Akcie s viacnásobnými hlasovacími právami by okrem toho pomohli zakladateľom (po kótovaní) vyhnúť sa krátkodobým trhovým tlakom a zamerať sa na svoju dlhodobú víziu spoločnosti.

Podľa uprednostňovanej možnosti by členské štáty mohli flexibilne stanovovať záruky a podmienky týkajúce sa akcií s viacnásobnými hlasovacími právami. Museli by však zabezpečiť súlad s niekoľkými zásadami na vysokej úrovni a minimálnymi zárukami stanovenými na úrovni EÚ. To znamená aj zabezpečenie primeranej rovnováhy medzi záujmami zakladateľov a ochranou menšinových investorov, ako aj ochranou záujmov spoločnosti. Keďže členské štáty by museli pri zavádzaní týchto akciových štruktúr do svojich vnútroštátnych systémov prihliadať na záujmy investorov a záujmy spoločnosti, touto možnosťou by sa zabezpečila ochrana investorov. Okrem toho by záruky a podmienky boli prispôbené konkrétnym vlastnostiam miestnych trhov a trhy, na ktorých sú už zavedené akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, by si zachovali flexibilitu.

Ďalšou možnosťou (neuprednostňovanou) by sa zabezpečila maximálna harmonizácia akcií s viacnásobnými hlasovacími právami zavedením podrobného súboru pravidiel, a to aj pravidiel týkajúcich sa záruk pre menšinových investorov a pre spoločnosť, akými sú doložky o obmedzení hlasovacích práv, doložky o zániku a doložky, ktorými sa stanovuje obmedzenie počtu hlasov na jednu akciu, ktoré slúžia na ochranu menšinových investorov a spoločnosti pred neprimeraným vplyvom týchto akciových štruktúr. Ďalej by sa podľa tejto možnosti mohlo v práve Únie stanovovať, kto môže vlastniť akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, pri ktorých rozhodnutiach sa prihliada na dodatočné hlasovacie práva, a za akých podmienok (a či) môžu byť prenesené na tretiu stranu. Táto možnosť by bola pomerne normatívna, keďže všetky členské štáty by museli vykonávať ten istý prísny rámec vrátane tých istých záruk, čo by členským štátom, ktoré už majú zavedený dobre fungujúci systém, neumožňovalo flexibilitu.

Preto je uprednostňovaná možnosť účinná a zároveň nákladovo efektívnejšia pre zainteresované strany, najmä emitentov: členské štáty, ktoré už majú zavedené režimy akcií s viacnásobnými hlasovacími právami, by nemuseli meniť svoje pravidlá, a spoločnosti v týchto členských štátoch by nemuseli zavádzať nový režim, takže by im nevznikli dodatočné náklady. Oveľa normatívnejšia alternatívna možnosť (neuprednostňovaná) by pravdepodobne viedla k oveľa vyšším nákladom (na prispôbenie) členských štátov aj emitentov v celej EÚ. Hoci záujmy investorov a záujmy spoločnosti by sa celkovo lepšie zaručili na úrovni EÚ alternatívnou možnosťou, táto možnosť môže byť nevhodná pre niektoré členské štáty, v ktorých investori podľa všetkého nie sú negatívne ovplyvnení súčasnými (flexibilnými) podmienkami týkajúcimi sa akcií s viacnásobnými hlasovacími právami.

Očakáva sa, že návrh bude mať priamy hospodársky vplyv, pretože sa zlepší prístup spoločností z EÚ k alternatívnym zdrojom financovania. Pravdepodobne bude viac motivovať emitentov ku kótovaniu na verejných trhoch v členských štátoch, v ktorých tieto štruktúry nie sú povolené. V kombinácii s ďalšími posilňujúcimi opatreniami môže teda viesť k celkovo vyššiemu počtu verejných emisií v EÚ, a tým vo všeobecnosti prispieť k rastu kapitálových trhov EÚ.

Pokiaľ ide o vplyvy na životné prostredie vrátane zásady „nespôsobovať významnú škodu“ a kontroly klimateckej konzistentnosti, očakáva sa, že tento návrh bude mať nepriamy pozitívny vplyv na životné prostredie, keďže spoločnosti prijímajúce financovanie z verejných trhov sa môžu podieľať na vývoji a inováciách nových ekologických technológií. Ďalej by sa mal zavedením špecifických záruk minimalizovať vplyv na spoločnosť vyplývajúci z rozhodnutí, ktoré môžu mať za následok zhoršenie situácie v oblasti ľudských práv alebo dôsledkov na zmenu klímy a životné prostredie. Tento návrh by mal prispieť aj k rozvoju otvorenejších a konkurencieschopnejších kapitálových trhov a prospieť najmä rýchlo rastúcim spoločnostiam v sektoroch náročných na inovácie a výskum, ktoré majú vyššie kapitálové potreby. Lepší prístup k financovaniu umožní týmto spoločnostiam rýchlejšie rásť a vyčleniť viac finančných prostriedkov na programy výskumu a vývoja, ktoré môžu prispievať k cieľom Európskej zelenej dohody.

Návrh môže mať nepriamy pozitívny sociálny vplyv za predpokladu, že uprednostňovanou možnosťou sa dosiahne cieľ prispieť k zjednodušeniu prístupu spoločností na verejné trhy, ktoré tak budú môcť využívať diverzifikovanejšiu a väčšiu skupinu zdrojov financovania, čo im umožní podieľať sa na sociálnych inováciách a zamestnávať viac ľudí. Keďže iniciatíva je zameraná najmä na MSP (obsahuje určité opatrenia, ktoré sú zamerané priamo na ne), (nepriamy) vplyv na zamestnanosť bude pravdepodobne mimoriadne významný. V súčasnosti zamestnávajú MSP v EÚ približne 100 miliónov ľudí, čo predstavuje viac ako polovicu HDP EÚ, a preto zohrávajú kľúčovú úlohu pri pridanej hodnote v každom odvetví hospodárstva³⁶. Dôležité je, že tvoria 99,8 % spoločností EÚ³⁷. Vďaka lepšie prispôbenému a širšiemu prístupu k financovaniu budú môcť tieto spoločnosti rýchlejšie rásť, čo bude mať pozitívny vplyv na zamestnanosť v celej EÚ. Očakáva sa, že opatrenia v rámci širšieho balíka na uľahčenie prístupu MSP k financovaniu na kapitálovom trhu ako také pozitívne ovplyvnia trh práce EÚ a zvýšia hospodársku súdržnosť.

Tento návrh bude mať pravdepodobne nepriamy pozitívny vplyv na digitalizáciu, pretože sa ním zabezpečujú širšie a diverzifikovanejšie zdroje financovania pre projekty a spoločnosti náročné na kapitál vrátane tých, ktoré sa zameriavajú na digitalizáciu a inováciu.

V posúdení vplyvu sa dospelo k záveru, že navrhovaným „balíkom“ opatrení sa prispeje k všeobecnému cieľu únie kapitálových trhov, ktorým je uľahčenie prístupu spoločností na kapitálové trhy. Týmto balíkom opatrení sa podporia spoločnosti kótované na obchodných miestach v EÚ znížením ich administratívneho zaťaženia a umožnením zlepšenia likvidity.

³⁶ Oznámenie Komisie Európskemu parlamentu, Rade, Európskemu hospodárskemu a sociálnemu výboru a Výboru regiónov s názvom Stratégia pre MSP pre udržateľnú a digitálnu Európu [COM(2020) 103 final], s. 1.

³⁷ Eurostat 2018, Kľúčové údaje (europa.eu).

V posúdení vplyvu sa však takisto zdôrazňuje, že regulačné opatrenia uvedené v tejto iniciatíve by samy osebe nemuseli viesť k zvýšeniu počtu verejných kótovaní v EÚ, keďže to závisí od mnohých ďalších faktorov.

- **Regulačná vhodnosť a zjednodušenie**

Neboli identifikované žiadne administratívne náklady, ktoré by súviseli so zásadou rovnováhy záťaže, hoci sa očakáva, že z tejto iniciatívy vyplynú určité náklady na prispôsobenie. Môžu sa vyskytnúť minimálne priame náklady na prispôsobenie, aby sa zabezpečilo štruktúrovanie kótovania podľa nových pravidiel, konkrétne zavedenie záruk na ochranu investorov.

- **Základné práva**

V tomto návrhu sa rešpektujú základné práva a slobody stanovené v Charte základných práv Európskej únie. Pre túto iniciatívu sú významné voľný pohyb osôb a služieb a sloboda usadiť sa, ktoré predstavujú základné práva a slobody chránené Zmluvou o Európskej únii a Zmluvou o fungovaní Európskej únie.

Návrh má vplyv na právo na súkromie a ochranu osobných údajov niektorých akcionárov a osôb uplatňujúcich si hlasovacie práva v spoločnosti, ako aj držiteľov cenných papierov s osobitnými kontrolnými právami. Ustanovenie, v ktorom sa vyžaduje zverejnenie totožnosti týchto akcionárov a osôb, je zamerané na posilnenie dôvery investorov a uľahčenie informovaného investičného rozhodovania, a tým aj na posilnenie ochrany investorov a efektívnosti trhu. Keďže investorom môže byť ktokoľvek, táto informácia by mala byť verejne prístupná. Ustanovenie neprekračuje rámec toho, čo je nevyhnutné na ochranu záujmov investorov, prijímanie dobre informovaných rozhodnutí a zabezpečenie ich dôvery. Ďalej sa v návrhu vyžaduje zverejnenie osobných údajov iba v súvislosti s tými akcionármi a osobami, ktoré majú významnú rozhodovaciu právomoc alebo si môžu v spoločnosti inak uplatňovať práva na kontrolu. Bez zverejnenia týchto informácií by investori nemohli prijať plne informované investičné rozhodnutia.

4. VPLYV NA ROZPOČET

Neočakáva sa podstatný vplyv tejto iniciatívy na rozpočet EÚ.

5. ĎALŠIE PRVKY

- **Plány vykonávania, spôsob monitorovania, hodnotenia a podávania správ**

Hodnotenie sa plánuje vykonať päť rokov po vykonaní opatrení a podľa usmernení Komisie pre lepšiu právnu reguláciu. Cieľom tohto hodnotenia bude posúdiť, okrem iného, do akej miery bola smernica efektívna a účinná pri dosahovaní cieľov politiky, a rozhodnúť o tom, či sú potrebné nové opatrenia alebo zmeny. Členské štáty poskytnú Komisii informácie potrebné na vypracovanie uvedeného hodnotenia.

- **Podrobné vysvetlenie konkrétnych ustanovení návrhu**

V článku 1 sa stanovuje predmet úpravy. V článku 1 sa konkrétne stanovuje, že táto smernica sa týka iba zavedenia akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa chcú prvýkrát kótovať na rastovom trhu MSP v jednom alebo viacerých členských štátoch.

V článku 2 sa stanovujú vymedzenia používané v tejto smernici vrátane pojmov „spoločnosť“, „akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami“, „akcie s viacnásobnými hlasovacími právami“ a „rastový trh MSP“.

V článku 3 sa objasňuje, že táto smernica predstavuje smernicu s minimálnou harmonizáciou, pričom členské štáty môžu zaviesť alebo si zachovať vnútroštátne ustanovenia, ktoré umožňujú spoločnostiam zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v situáciách, ktorých sa táto smernica netýka.

V článku 4 sa stanovuje zásada, že členské štáty musia zabezpečiť, aby mohli spoločnosti zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, ak sa prvýkrát usilujú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP. V článku 4 sa takisto zabezpečuje, aby členské štáty ponechali spoločnostiam flexibilitu pri zavádzaní akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami pred prijatím ich akcií na obchodovanie. V týchto prípadoch majú členské štáty možnosť stanoviť, že posilnené hlasovacie práva súvisiace s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami možno využiť až po prijatí na obchodovanie.

V článku 5 sa stanovuje povinnosť členských štátov zabezpečiť spravodlivé a rovnaké zaobchádzanie s akcionármi, ako aj primeranú ochranu záujmov spoločnosti a akcionárov, ktorí nevlastnia akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, a to zavedením primeraných záruk. Na tento účel sa v článku 5 stanovuje minimálna úroveň harmonizácie v súvislosti so zárukami, pri ktorej sa od členských štátov vyžaduje začlenenie určitých záruk uvedených v článku. V článku 5 sa okrem toho uvádzajú dodatočné záruky, ktoré môžu členské štáty zvážiť na tento účel.

V článku 6 sa stanovujú požiadavky v oblasti zverejňovania informácií na spoločnosti, ktoré zaviedli akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, uplatňované pri prijatí akcií spoločnosti na obchodovanie a potom opakované každoročne. Patria k nim informácie o štruktúre základného imania spoločnosti, vlastnostiach akcií s viacnásobnými hlasovacími právami, ako aj prítomnosť iných mechanizmov na posilnenie kontroly v spoločnosti.

Článok 7 obsahuje ustanovenie o preskúmaní tejto smernice.

Článok 8 obsahuje ustanovenia o transpozícii smernice.

V článku 9 sa zavádza dátum nadobudnutia účinnosti tejto smernice.

V článku 10 sa stanovuje, komu je táto smernica určená.

Návrh

SMERNICA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY**o akciových štruktúrach s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP**

(Text s významom pre EHP)

EURÓPSKY PARLAMENT A RADA EURÓPSKEJ ÚNIE,

so zreteľom na Zmluvu o fungovaní Európskej únie, a najmä na jej článok 50 ods. 1 a článok 50 ods. 2 písm. g) a článok 114,

so zreteľom na návrh Európskej komisie,

po postúpení návrhu legislatívneho aktu národným parlamentom,

so zreteľom na stanovisko Európskeho hospodárskeho a sociálneho výboru³⁸,

konajúc v súlade s riadnym legislatívnym postupom,

keďže:

- (1) V snahe zvýšiť atraktivnosť rastových trhov MSP a znížiť nerovnosti medzi spoločnosťami, ktoré sa uchádzajú o prijatie na obchodovanie na jednotnom trhu, je potrebné odstrániť prekážky brániace prístupu na takéto trhy, ktoré vznikajú v dôsledku regulácie. Spoločnosti by mali mať možnosť vybrať si štruktúry správy a riadenia, ktoré najlepšie zodpovedajú fáze ich rozvoja, čo okrem iného znamená, že akcionárom ovládajúcim tieto spoločnosti by sa malo umožniť, aby si zachovali kontrolu nad podnikaním po vstupe na rastové trhy MSP a zároveň mohli využívať výhody spojené s obchodovaním na týchto trhoch, pokiaľ sa budú popritom naďalej chrániť aj práva menšinových akcionárov.
- (2) Ovládajúcich akcionárov odrádza od prístupu na rastové trhy MSP hlavne strach, že stratia kontrolu nad spoločnosťou. Prijatie na obchodovanie vedie zvyčajne k tzv. zriadeniu vlastníckeho podielu ovládajúcich akcionárov, a teda aj k obmedzeniu ich vplyvu na dôležité investície a výkonné rozhodnutia v spoločnosti. Zachovanie kontroly nad spoločnosťou môže byť obzvlášť dôležité v prípade startupov a spoločností s dlhodobými projektmi, kde sa vyžadujú veľké počiatočné náklady, pretože by mohli chcieť pokračovať vo svojej vízii bez toho, aby sa príliš vystavovali výkyvom na trhu.
- (3) Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami sú účinným mechanizmom, ktorý ovládajúcim akcionárom umožňuje zachovať si rozhodovaciu právomoc v spoločnosti a zároveň získavať finančné prostriedky od verejnosti. Akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami predstavujú istú formu mechanizmu na posilnenie kontroly, ktorý zahŕňa minimálne dve odlišné triedy akcií s rozdielnym počtom hlasovacích práv. V rámci takýchto akciových štruktúr má aspoň jedna z tried akcií nižšiu

³⁸

Ú. v. EÚ C [...], [...], s. [...]

hlasovaciu hodnotu ako druhá trieda (alebo ďalšie triedy) akcií s hlasovacími právami. Akcia s vyšším počtom hlasov je akciou s viacnásobnými hlasovacími právami.

- (4) Okrem akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami existujú aj iné mechanizmy na posilnenie kontroly, ktoré umožňujú zvýšiť hlasovaciu silu. Medzi tieto mechanizmy patria napríklad akcie bez hlasovacieho práva, prioritné akcie bez hlasovacieho práva a hlasovacie stropy. Tieto alternatívne mechanizmy sú však koncipované s menšou mierou pružnosti, a preto by pravdepodobne obmedzovali výšku kapitálu, ktorú by mohla spoločnosť získať v momente prijatia na obchodovanie na rastových trhoch MSP, a to z dôvodu nižšej disociácie medzi ekonomickými a hlasovacími právami.
- (5) Vernostné akcie, rovnako ako akcie s viacnásobnými hlasovacími právami priznávajú akcionárovi vyššie hlasovacie práva. Akcionár môže získať dodatočné hlasovacie práva spojené s vernostnými akciami, ak má akciu v držbe počas stanoveného času a spĺňa určité podmienky. Vernostné akcie sú mechanizmy na posilnenie kontroly, ktoré sú určené skôr na podporu stabilnejšieho a dlhodobejšieho vlastníctva medzi akcionármi, a nie na zvyšovanie atraktívnosti získavania finančných prostriedkov od verejnosti. Vernostné akcie preto nie je vhodné zahrnúť do rozsahu pôsobnosti tejto smernice.
- (6) Vnútroštátne ustanovenia jednotlivých členských štátov o akciách s viacnásobnými hlasovacími právami sa značne líšia. Niektoré členské štáty povoľujú akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, zatiaľ čo iné ich zakazujú. V niektorých členských štátoch sa zákaz akcií s viacnásobnými hlasovacími právami obmedzuje len na verejné spoločnosti, zatiaľ čo v iných sa vzťahuje na všetky spoločnosti. Rozdiely vo vnútroštátnych režimoch vytvárajú prekážky, ktoré bránia voľnému pohybu kapitálu v rámci vnútorného trhu. Regulačná fragmentácia vytvára navyše aj nerovnaké podmienky pre spoločnosti nachádzajúce sa v rôznych členských štátoch. Spoločnosti v členskom štáte, ktorý zakazuje akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, sa musia presťahovať do iného členského štátu alebo dokonca mimo Únie, ak sa chcú uchádzať o prijatie na obchodovanie s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami, a vystavujú sa tak vyšším nákladom. V niektorých prípadoch sa môžu spoločnosti vzhľadom na tieto vyššie náklady rozhodnúť, že nebudú získavať finančné prostriedky od verejnosti, čím sa môžu obmedziť možnosti ich financovania. Uvedené faktory sú relevantné hlavne z pohľadu MSP a startupov, ktorým chýbajú finančné zdroje na pokrytie týchto nákladov.
- (7) Členské štáty by mali spoločnostiam umožniť, aby zaviedli akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, a mohli sa tak uchádzať o prijatie na obchodovanie na rastovom trhu MSP bez toho, aby sa ich ovládajúci akcionári museli vzdať kontroly. Prijatie na obchodovanie na regulovaných trhoch je vhodnejšie pre väčšie a vyspelejšie spoločnosti, zatiaľ čo rastové trhy MSP sú vo všeobecnosti vhodnejšie pre MSP. Rastové trhy MSP boli pôvodne koncipované ako špecializované obchodné miesta pre MSP s regulačným režimom, ktorý zohľadňuje osobitosti MSP. Avšak nie všetky spoločnosti s cennými papiermi kótovanými na rastových trhoch MSP sú MSP. V smernici Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ³⁹ sa vyžaduje, aby MSP predstavovali aspoň 50 % emitentov finančných nástrojov prijatých na obchodovanie na rastových trhoch MSP. Spoločnosti iné než MSP majú vo všeobecnosti likvidnejšie cenné papiere, a preto ich prijatie na rastové trhy MSP umožňuje týmto trhom generovať vyššie poplatky za obchodovanie, a udržať si tak ziskovosť svojho obchodného modelu. V súčasnosti sa však na všetkých emitentov na rastových trhoch MSP vzťahujú rovnaké pravidlá bez ohľadu na

³⁹ Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014, s. 349).

ich veľkosť, aby to bolo pre investorov zrozumiteľnejšie. Preto by bolo vhodné, aby sa zavedenie práva na používanie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami vzťahovalo na všetky spoločnosti, ktoré sa po prvýkrát uchádzajú o prijatie svojich akcií na rastovom trhu MSP.

- (8) Členské štáty by mali mať možnosť zaviesť alebo ponechať v platnosti vnútroštátne ustanovenia, ktoré spoločnostiam povoľujú zavádzať tieto štruktúry na iné účely, než je prvé prijatie akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP. Ide napríklad o situáciu, keď sa spoločnostiam povoľuje, aby zaviedli akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, keď už boli prijaté na obchodovanie a keď sa uchádzajú o prijatie v multilaterálnom obchodnom systéme, ktorý nie je registrovaný ako rastový trh MSP, alebo o prijatie na regulovanom trhu, alebo keď je cieľom zaistiť, aby mohli súkromné spoločnosti zaviesť akcie s viacnásobnými hlasovacími právami bez ohľadu na to, či majú v úmysle požiadať o prijatie svojich akcií na obchodovanie. Môže ísť aj o prípady, keď spoločnosti prechádzajú z rastového trhu MSP na regulovaný trh, pričom si ponechávajú akcie s viacnásobnými hlasovacími právami.
- (9) Spoločnosti môžu zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami prostredníctvom novej emisie akcií alebo prostredníctvom iného typu podnikovej transakcie, ako je konverzia už emitovaných akcií. Spoločnosti by mali mať flexibilitu vo voľbe najvhodnejšieho spôsobu podnikovej transakcie, ktorú využijú na zavedenie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami v súlade s vnútroštátnymi právnymi predpismi. Okrem toho by mali mať flexibilitu aj v tom, ako načasujú zavedenie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami, za predpokladu, že tak konajú s cieľom uchádzať sa o prvé prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP. Členské štáty by nemali spoločnostiam brániť v tom, aby akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami zaviedli ešte pred tým, ako dôjde k prijatiu ich akcií na obchodovanie. Členské štáty by však mali mať možnosť stanoviť, že výkon posilnených hlasovacích práv, ktoré predstavujú dodatočné hlasovacie práva spojené s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami v porovnaní s hlasovacími právami akcií iných tried, je podmienený prijatím akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP v jednom alebo vo viacerých členských štátoch. V uvedenom prípade by akcie s viacnásobnými hlasovacími právami mali mať až do prijatia na obchodovanie rovnaké hlasovacie práva ako ostatné triedy akcií v spoločnosti. Vďaka tomu by sa zabezpečilo, že akcie s viacnásobnými hlasovacími právami budú osobitne podporovať prvé prijatie na obchodovanie na rastových trhoch MSP.
- (10) Keďže akcionári, ktorí spoločnosť neovládajú, majú v spoločnosti obmedzenú hlasovaciu silu, pokiaľ ide o ich investície, akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami môžu akcionárom ovládajúcim túto spoločnosť poskytovať trvalú kontrolu, a viesť teda k tomu, že budú sledovať iba vlastné záujmy. Môže sa tak zvýšiť riziko, že ovládajúci akcionári budú z tejto kontroly súkromne profitovať. Aby sa týmto rizikám zamedzilo, zavádzanie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami by malo podliehať ochranným opatreniam v záujme ochrany menšinových akcionárov.
- (11) Členské štáty, ktoré povoľujú akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, poskytujú záruky na ochranu menšinových akcionárov a ochranu záujmov spoločnosti. Záruky v jednotlivých členských štátoch sa však líšia vzhľadom na vnútroštátne špecifiká a odlišné systémy práva obchodných spoločností. So zreteľom na ciele vnútorného trhu stanovené najmä v článku 50 ods. 2 písm. g) Zmluvy o fungovaní Európskej únie by členské štáty mali vo svojich vnútroštátnych právnych predpisoch zabezpečiť koordinovaný prístup k akciovým štruktúram s viacnásobnými hlasovacími právami, pokiaľ ide o ochranu záujmov menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti. Rozumie sa tým aj ochrana pred

rozhodnutiami, ktoré ohrozujú ľudské práva, klímu a životné prostredie, resp. vedú k zhoršeniu ľudských práv, zmene klímy a negatívnym dôsledkom na životné prostredie. Na základe tohto koordinovaného prístupu by mali všetky členské štáty zabezpečiť, aby sa každé rozhodnutie zaviesť akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami alebo zmeniť túto štruktúru, pokiaľ by táto zmena vyvolala zmenu v hlasovacích právach, prijímalo kvalifikovanou väčšinou na valnom zhromaždení akcionárov. Okrem toho by mali členské štáty v prípade akcií s viacnásobnými hlasovacími právami obmedziť hlasovaciu váhu tak, že zavedú obmedzenia buď na úrovni koncepcie akciovej štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami, alebo zavedú obmedzenia na výkon hlasovacích práv spojených s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami na účely prijatia určitých rozhodnutí. Obmedzenie výkonu hlasovacích práv sa môže vykonať tak, že sa bude vyžadovať, aby na schválenie kvalifikovanou väčšinou bola potrebná tak kvalifikovaná väčšina hlasov odovzdaných na valnom zhromaždení akcionárov, ako aj kvalifikovaná väčšina základného imania zastúpeného na valnom zhromaždení akcionárov.

- (12) Členské štáty by mali mať diskrečnú právomoc zaviesť v prípade potreby dodatočné záruky na zabezpečenie primeranej ochrany záujmov menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti. Členské štáty by mali posúdiť vhodnosť dodatočných záruk z hľadiska ich účinnosti pri chránení záujmov menšinových akcionárov a záujmov spoločnosti, pričom by mali zabezpečiť, aby takéto ochranné opatrenia nenarúšali účel akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami, ktorým je to, aby akcionári ovládajúci spoločnosť mali možnosť ovplyvňovať dôležité rozhodnutia vrátane menovania riaditeľov.
- (13) Zverejňovanie presných, komplexných a včasných informácií o emitentoch posilňuje dôveru investorov a umožňuje informované investičné rozhodovanie. Takéto informované investičné rozhodovanie zlepšuje ochranu investorov aj efektívnosť trhu. Členské štáty by preto mali vyžadovať, aby spoločnosti s akciovými štruktúrami s viacnásobnými hlasovacími právami zverejnili podrobné informácie o svojej akciovej štruktúre a systéme správy a riadenia spoločností, a to v momente prijatia na obchodovanie, ako aj v pravidelnej výročnej finančnej správe. Tieto informácie by sa mali zmieňovať o tom, či existujú nejaké obmedzenia týkajúce sa držby cenných papierov, a teda aj o tom, či si akýkoľvek prevod cenných papierov vyžaduje schválenie buď spoločnosti, alebo ostatných držiteľov cenných papierov. Mali by sa zmieňovať aj o akýchkoľvek obmedzeniach hlasovacích práv, a teda aj o obmedzeniach hlasovacích práv majiteľov určitého percenta alebo počtu hlasovacích práv, o lehotách na uplatňovanie hlasovacích práv alebo o systémoch, ktorými sa finančné práva spojené s cennými papiermi oddeľujú od držby cenných papierov. Tieto spoločnosti mali navyše zverejniť aj totožnosť majiteľov akcií s viacnásobnými hlasovacími právami, ako aj totožnosť fyzických osôb oprávnených vykonávať hlasovacie práva v ich mene a totožnosť osôb vykonávajúcich osobitné kontrolné práva s cieľom zaručiť investorom ako členom širokej verejnosti transparentnosť konečného vlastníctva a *de facto* vplyv na spoločnosť. Investori by mohli vďaka tomu prijímať informované rozhodnutia, čím by sa posilnila ich dôvera v dobre fungujúce kapitálové trhy.
- (14) Keďže ciele tejto smernice, ktorými sú rozšírenie možností financovania pre podniky a zvýšenie atraktívnosti rastových trhov MSP, nie je možné uspokojivo a včas dosiahnuť na úrovni členských štátov, ale z dôvodu rozsahu a účinkov opatrení ich možno účinnejšie a rýchlejšie dosiahnuť na úrovni Únie, Únia môže prijať opatrenia v súlade so zásadou subsidiarity podľa článku 5 Zmluvy o Európskej únii. V súlade so zásadou proporcionality podľa uvedeného článku táto smernica neprekračuje rámec nevyhnutný na dosiahnutie týchto cieľov.

- (15) S cieľom zohľadniť vývoj na trhu, ako aj vývoj v iných oblastiach práva Únie alebo skúsenosti členských štátov s vykonávaním tejto smernice by Komisia mala preskúmať túto smernicu po uplynutí 5 rokov od dátumu jej transpozície.
- (16) V súlade so spoločným politickým vyhlásením členských štátov a Komisie z 28. septembra 2011 o vysvetľujúcich dokumentoch⁴⁰ sa členské štáty zaviazali, že v odôvodnených prípadoch k svojim oznámeniam o transpozičných opatreniach pripoja jeden alebo viacero dokumentov vysvetľujúcich vzťah medzi prvkami smernice a zodpovedajúcimi časťami vnútroštátnych transpozičných nástrojov. V súvislosti s touto smernicou sa zákonodarca domnieva, že zasielanie takýchto dokumentov je odôvodnené.
- (17) V súlade s článkom 42 ods. 1 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2018/1725⁴¹ sa uskutočnili konzultácie s európskym dozorným úradníkom pre ochranu údajov, ktorý [XX. XX. 2022/2023] vydal stanovisko⁴²,

PRIJALI TÚTO SMERNICU:

Článok 1

Predmet úpravy

V tejto smernici sa stanovujú spoločné pravidlá pre akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v spoločnostiach, ktoré sa uchádzajú o prijatie svojich akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP v jednom alebo vo viacerých členských štátoch a ktoré nemajú akcie, ktoré už boli prijaté na obchodovanie na niektorom obchodnom mieste.

Článok 2

Vymedzenie pojmov

Na účely tejto smernice sa uplatňuje toto vymedzenie pojmov:

- a) „spoločnosť“ je právny subjekt založený ako jedna z foriem spoločností uvedených v prílohe I k smernici (EÚ) 2017/1132;
- b) „akcie s viacnásobnými hlasovacími právami“ sú akcie patriace do odlišnej a samostatnej triedy, ktoré majú vyššie hlasovacie práva ako druhá trieda akcií s hlasovacími právami pri hlasovaní o záležitostiach, o ktorých sa rozhoduje na valnom zhromaždení akcionárov;
- c) „akciová štruktúra s viacnásobnými hlasovacími právami“ je akciová štruktúra spoločnosti, ktorá obsahuje aspoň jednu triedu akcií s viacnásobnými hlasovacími právami;
- d) „obchodné miesto“ je obchodné miesto v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 24 smernice 2014/65/EÚ;
- e) „rastový trh MSP“ je rastový trh MSP v zmysle článku 4 ods. 1 bodu 12 smernice 2014/65/EÚ;

⁴⁰ Ú. v. EÚ C 369, 17.12.2011, s. 14.

⁴¹ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2018/1725 z 23. októbra 2018 o ochrane fyzických osôb pri spracúvaní osobných údajov inštitúciami, orgánmi, úradmi a agentúrami Únie a o voľnom pohybe takýchto údajov, ktorým sa zrušuje nariadenie (ES) č. 45/2001 a rozhodnutie č. 1247/2002/ES (Text s významom pre EHP) (Ú. v. EÚ L 295, 21.11.2018, s. 39 – 98).

⁴² [Úrad pre publikácie: uviesť poznámku pod čiarou, keď bude stanovisko známe].

- f) „vážený pomer hlasov“ je pomer hlasov spojených s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami k hlasom spojeným s akciami s najnižšími hlasovacími právami.

Článok 3

Zavedenie alebo zachovanie vnútroštátnych ustanovení o akciách s viacnásobnými hlasovacími právami

Členské štáty môžu zaviesť alebo ponechať v platnosti vnútroštátne ustanovenia, ktoré spoločnostiam povoľujú, aby zaviedli akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami v situáciách, na ktoré sa nevzťahuje táto smernica.

Článok 4

Zavedenie akciových štruktúr s viacnásobnými hlasovacími právami

1. Členské štáty zabezpečia, aby spoločnosti, ktoré nemajú akcie, ktoré sú prijaté na obchodovanie na obchodnom mieste, mali právo zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami na účely prijatia akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP v jednom alebo viacerých členských štátoch. Členské štáty nesmú brániť tomu, aby sa akcie spoločnosti prijali na obchodovanie na rastovom trhu MSP, z dôvodu, že spoločnosť má zavedenú akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami.
2. Právo uvedené v odseku 1 zahŕňa právo zaviesť akciové štruktúry s viacnásobnými hlasovacími právami ešte pred tým, ako sa spoločnosť začne uchádzať o prijatie akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP.
3. Členské štáty môžu výkon posilnených hlasovacích práv spojených s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami podmieniť prijatím akcií na obchodovanie na rastovom trhu MSP v jednom alebo viacerých členských štátoch.

Článok 5

Záruky spravodlivého a nediskriminačného zaobchádzania s akcionármi spoločnosti

1. Členské štáty zabezpečia spravodlivé a nediskriminačné zaobchádzanie s akcionármi, ako aj primeranú ochranu záujmov akcionárov, ktorí nevlastnia akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, a záujmov spoločnosti prostredníctvom primeraných záruk. Na tento účel členské štáty vykonajú všetky tieto kroky:
 - a) zabezpečia, aby sa rozhodnutie spoločnosti zaviesť akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami a akékoľvek následné rozhodnutie zmeniť akciovú štruktúru s viacnásobnými hlasovacími právami, ktoré má vplyv na hlasovacie práva, prijímalo na valnom zhromaždení akcionárov tejto spoločnosti a schvaľovalo sa kvalifikovanou väčšinou, ako sa stanovuje vo vnútroštátnych právnych predpisoch.

Na účely tohto písmena platí, že ak existuje niekoľko tried akcií, takéto rozhodnutia musia podliehať aj osobitnému hlasovaniu za každú triedu akcionárov, ktorých práva sú dotknuté;
 - b) obmedzia hlasovaciu váhu akcií s viacnásobnými hlasovacími právami pri výkone ďalších práv akcionárov, najmä počas valných zhromaždení, a to zavedením niektorej z týchto možností:

- i) maximálny vážený pomer hlasov a požiadavka na maximálny percentuálny podiel nesplateného základného imania, ktorý môže predstavovať celkový počet akcií s viacnásobnými hlasovacími právami;
 - ii) obmedzenie výkonu posilnených hlasovacích práv spojených s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami pri hlasovaní o záležitostiach, o ktorých sa rozhoduje na valnom zhromaždení akcionárov a ktoré si vyžadujú schválenie kvalifikovanou väčšinou.
2. Členské štáty môžu stanoviť ďalšie záruky na zabezpečenie primeranej ochrany akcionárov a záujmov spoločnosti. Tieto záruky môžu zahŕňať najmä:
- a) ustanovenie, ktorým sa zabráni tomu, aby sa posilnené hlasovacie práva spojené s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami previedli na tretie strany alebo aby ďalej existovali aj po smrti, nespôsobilosti alebo odchode pôvodného držiteľa akcií s viacnásobnými hlasovacími právami do dôchodku (doložka o ukončení platnosti na základe prevodu);
 - b) ustanovenie, ktorým sa zabráni tomu, aby posilnené hlasovacie práva spojené s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami ďalej existovali aj po určenom časovom období (doložka o ukončení platnosti na základe uplynutia lehoty);
 - c) ustanovenie, ktorým sa zabráni tomu, aby posilnené hlasovacie práva spojené s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami ďalej existovali aj po výskyte konkrétnej udalosti (doložka o ukončení platnosti na základe udalostí);
 - d) požiadavku s cieľom zabezpečiť, aby sa posilnené hlasovacie práva nemohli využívať na blokovanie prijímania rozhodnutí valným zhromaždením akcionárov, ktoré sú zamerané na predchádzanie nepriaznivým vplyvom činností spoločnosti na ľudské práva a životné prostredie, resp. na ich obmedzenie alebo odstránenie.

Článok 6

Transparentnosť

- 1 Členské štáty zabezpečia, aby spoločnosti s akciovými štruktúrami s viacnásobnými hlasovacími právami, s ktorých akciami sa obchoduje alebo sa má obchodovať na rastovom trhu MSP, zverejnili v [dokumente o emisii rastu EÚ uvedenom v článku 15a] nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129⁴³ alebo v dokumente o prijatí uvedenom v článku 33 ods. 3 písm. c) smernice (EÚ) 2014/65/EÚ a vo výročnej finančnej správe spoločnosti uvedenej v článku 78 ods. 2 písm. g) delegovaného nariadenia Komisie (EÚ) 2017/565⁴⁴ podrobné informácie o všetkých týchto aspektoch:
- a) štruktúra ich základného imania vrátane cenných papierov, ktoré neboli prijaté na obchodovanie na rastovom trhu MSP v členskom štáte, pričom sa uvedú jednotlivé triedy akcií a práva a povinnosti spojené s každou takouto triedou akcií, ako aj percentuálny podiel takejto triedy na celkovom základnom imaní a jej celkové hlasovacie práva;

⁴³ Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2017/1129 zo 14. júna 2017 o prospekte, ktorý sa má uverejniť pri verejnej ponuke cenných papierov alebo ich prijatí na obchodovanie na regulovanom trhu, a o zrušení smernice 2003/71/ES (Ú. v. EÚ L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁴⁴ Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2017/565 z 25. apríla 2016, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice (Ú. v. EÚ L 87, 31.3.2017, s. 1).

- b) akékoľvek obmedzenia týkajúce sa prevodu cenných papierov vrátane akýchkoľvek dohôd medzi akcionármi, ktoré sú spoločnosti známe a ktoré by mohli viesť k obmedzeniam prevodu cenných papierov;
 - c) totožnosť držiteľov akýchkoľvek cenných papierov s osobitnými kontrolnými právami a opis týchto práv;
 - d) akékoľvek obmedzenia hlasovacích práv vrátane akýchkoľvek dohôd medzi akcionármi, ktoré sú spoločnosti známe a ktoré by mohli viesť k obmedzeniam hlasovacích práv;
 - e) totožnosť akcionárov, ktorí majú v držbe akcie s viacnásobnými hlasovacími právami, a prípadne totožnosť fyzickej alebo právnickej osoby oprávnenej vykonávať hlasovacích práv v mene takýchto akcionárov.
- 2 Ak sú majiteľmi akcií s viacnásobnými hlasovacími právami alebo osobami oprávnenými vykonávať hlasovacie práva v ich mene alebo držiteľmi cenných papierov s osobitnými kontrolnými právami fyzické osoby, zverejnenie ich totožnosti si vyžaduje len zverejnenie ich mien.

Článok 7

Preskúmanie

Komisia do [piatich rokov od nadobudnutia účinnosti] predloží Európskemu parlamentu a Rade správu o vykonávaní a účinkoch tejto smernice. Na tento účel členské štáty do [štyroch rokov od nadobudnutia účinnosti] poskytnú Komisii informácie najmä o:

- a) počte spoločností prijatých na obchodovanie s akciami s viacnásobnými hlasovacími právami;
- b) sektore, v ktorom pôsobia spoločnosti uvedené v písmene a), a príslušnej kapitalizácii v čase emisie;
- c) ochranných opatreniach na ochranu investorov, ktoré uplatňujú spoločnosti uvedené v písmene a) v súvislosti s akciovými štruktúrami s viacnásobnými hlasovacími právami.

Článok 8

Transpozícia

- 1. Členské štáty uvedú do účinnosti zákony, iné právne predpisy a správne opatrenia potrebné na dosiahnutie súladu s touto smernicou do dvoch rokov od nadobudnutia účinnosti tejto smernice. Bezodkladne o tom informujú Komisiu. Členské štáty uvedú priamo v prijatých opatreniach alebo pri ich úradnom uverejnení odkaz na túto smernicu. Podrobnosti o odkaze upravujú členské štáty.
- 2. Členské štáty oznámia Komisii znenie hlavných ustanovení vnútroštátneho práva, ktoré prijímajú v oblasti pôsobnosti tejto smernice.

Článok 9

Nadobudnutie účinnosti

Táto smernica nadobúda účinnosť dvadsiatym dňom po jej uverejnení v Úradnom vestníku Európskej únie.

Článok 10

Adresáti

Táto smernica je určená členským štátom.

V Bruseli

*Za Európsky parlament
predseda/predsedníčka
[...]*

*Za Radu
predseda/predsedníčka
[...]*