

Brusel 16. prosince 2022
(OR. en)

16168/22

Interinstitucionální spis:
2022/0406(COD)

DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052

NÁVRH

Odesílatel:	Martine DEPREZOVÁ, ředitelka, za generální tajemnici Evropské komise
Datum přijetí:	8. prosince 2022
Příjemce:	Thérèse BLANCHETOVÁ, generální tajemnice Rady Evropské unie
Č. dok. Komise:	COM(2022) 761 final
Předmět:	Návrh SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY o strukturách zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem ve společnostech, které žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků

Delegace naleznou v příloze dokument COM(2022) 761 final.

Příloha: COM(2022) 761 final



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Návrh

SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY

o strukturách zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem ve společnostech, které žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků

(Text s významem pro EHP)

DŮVODOVÁ ZPRÁVA

1. SOUVISLOSTI NÁVRHU

• Odůvodnění a cíle návrhu

Tento návrh je součástí balíčku týkajícího se nařízení o kotování, souboru opatření, která mají zvýšit atraktivitu veřejných kapitálových trhů pro společnosti v EU a usnadnit přístup malých a středních podniků ke kapitálu. Je v souladu s hlavním cílem unie kapitálových trhů (UKT), kterým je zlepšit přístup společností v EU k tržním zdrojům financování v každé fázi jejich rozvoje, a to i menších společností. Kotované společnosti často předstihují soukromé společnosti, pokud jde o růst ročních příjmů a tvorbu pracovních míst. Kotováním na veřejných trzích mohou společnosti diverzifikovat svou investorskou základnu, snížit svou závislost na bankovním financování, získat snadnější přístup k dodatečnému vlastnímu kapitálu a dluhovému financování (prostřednictvím sekundárních nabídek), zviditelnit se na veřejnosti a zvýšit známost značky.

Od zveřejnění prvního akčního plánu pro unii kapitálových trhů v roce 2015 bylo dosaženo pokroku při zajišťování snazšího a levnějšího přístupu společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy. V lednu 2018 zavedla druhá směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID II)¹ novou kategorii mnohostranných obchodních systémů, tzv. trhy pro růst malých a středních podniků, s cílem podnitit přístup malých a středních podniků na kapitálové trhy². V roce 2019 byla navržena nová pravidla EU, která mají snížit byrokracii a regulační zátěž pro společnosti kotované na trzích pro růst malých a středních podniků a zároveň zachovat vysokou úroveň ochrany investorů a integrity trhu³. Navzdory zavedeným změnám však zúčastněné strany nadále tvrdí, že je třeba přijmout další regulační opatření, aby se proces kotace zefektivnil a byl pro emitenty flexibilnější. V novém akčním plánu pro unii kapitálových trhů přijatém v září 2020 bylo oznámeno, že „Komise bude usilovat o zjednodušení pravidel pro kotování na veřejných trzích, aby podpořila a diverzifikovala přístup malých a inovativních podniků k financování“. V návaznosti na to a na základě nařízení (EU) 2019/2115 zřídila Komise skupinu technických odborníků z řad zúčastněných stran (TESG) pro malé a střední podniky, která potvrdila tvrzení zúčastněných stran, že je třeba přijmout další legislativní opatření na podporu kotování společností, zejména malých a středních podniků. Ve své závěrečné zprávě z května 2021 vydala skupina TESG dvanáct

¹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnice 2002/92/ES a směrnice 2011/61/EU (přepracované znění) (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

² Aby se mnohostranný obchodní systém mohl kvalifikovat jako trh pro růst malých a středních podniků, musí být alespoň 50 % emitentů, jejichž finanční nástroje se v mnohostranném obchodním systému obchodují, malými a středními podniky, které jsou podle směrnice MiFID II definovány jako společnosti s průměrnou tržní kapitalizací nižší než 200 milionů EUR (viz 132. bod odůvodnění směrnice MiFID II). Aby byla zajištěna odpovídající úroveň ochrany investorů, musí pravidla kotování na trzích pro růst malých a středních podniků splňovat také určité standardy kvality, včetně nutnosti vypracovat náležitý přijímací dokument (není-li vyžadován prospekt), a pravidelně podávat finanční zprávy. Rámec pro trhy pro růst malých a středních podniků byl vytvořen s cílem dále zohlednit zvláštní potřeby malých a středních podniků, které poprvé vstupují na trhy s akciemi a dluhopisy.

³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2019/2115 ze dne 27. listopadu 2019, kterým se mění směrnice 2014/65/EU a nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků (Úř. věst. L 320, 11.12.2019, s. 1).

doporučení ke změně rámce pro kotování jak na regulovaných trzích, tak na trzích pro růst malých a středních podniků⁴.

Dne 15. září 2021 oznámila předsedkyně Komise von der Leyenová ve svém prohlášení o záměru⁵ adresovaném Parlamentu a předsednictví Rady legislativní návrh na usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu, který byl zařazen do pracovního programu Komise na rok 2022⁶.

Rozhodnutí společnosti o tom, zda své akcie kotovat, je složité a je ovlivněno mnoha faktory, z nichž mnohé jsou mimo dosah regulačních orgánů, a proto je nelze řešit přímo legislativním zásahem. Vliv na rozhodnutí o tom, zda a kdy se společnost stane kotovanou společností v EU a zda jí zůstane, měly (a budou mít) například vlastnosti ekosystému, které určují náklady na kotovací služby, geopolitická nestabilita, brexit, COVID-19 a inflace. Důležitým faktorem při rozhodování společnosti o tom, zda se stane kotovanou společností a zda jí zůstane, jsou však také regulační požadavky a s nimi spojené náklady a zátěž. Balíček týkající se nařízení o kotování představuje cílený soubor opatření, jež mají: i) snížit regulační zátěž tam, kde je považována za nadměrnou (tj. tam, kde by regulace mohla přispět k ochraně investorů / integritě trhu nákladově efektivnějším způsobem pro zúčastněné strany), ii) zvýšit flexibilitu, kterou právo obchodních společností přiznává zakladatelům / ovládajícím akcionářům společností, pokud jde o volbu způsobu rozdělení hlasovacích práv po přijetí akcií k obchodování.

Regulační rámec, který se vztahuje na proces kotace, má mnoho aspektů. Společnosti musí splňovat regulační požadavky před primární veřejnou nabídkou akcií (IPO), během ní i posléze. Tento návrh se zaměřuje na regulační překážky, které vznikají ve fázi před IPO, a týká se nerovných možností společností v EU zvolit si při kotaci vhodné řídicí struktury. Navrhovaná směrnice je doprovázena dalšími dvěma legislativními návrhy: i) návrhem nařízení, kterým se mění nařízení o prospektu⁷, nařízení o zneužívání trhu⁸ a nařízení o trzích finančních nástrojů (MiFIR)⁹ a iii) návrhem směrnice, kterou se zrušuje směrnice o kotování¹⁰ a mění směrnice MiFID II. Cílem obou návrhů je zefektivnit a objasnit požadavky na zpřístupňování informací vztahující se na primární a sekundární trhy při současném zachování odpovídající úrovně ochrany investorů a integrity trhu. Navrhovaná směrnice, kterou se ruší směrnice o kotování a mění směrnice MiFID II, usiluje také o zvýšení nízké úrovně investičního výzkumu malých a středních podniků.

⁴ Závěrečná zpráva skupiny technických odborníků z řad zúčastněných stran (TESG) pro malé a střední podniky – *Empowering EU capital markets – Making listing cool again* (europa.eu).

⁵ Viz s. 4: *state_of_the_union_2021_letter_of_intent_en.pdf* (europa.eu).

⁶ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Pracovní program Komise na rok 2022 – Společně za silnější Evropu, COM(2021) 645 final, *cwp2022_en.pdf* (europa.eu).

⁷ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (Úř. věst. L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁸ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014 ze dne 16. dubna 2014 o zneužívání trhu (nařízení o zneužívání trhu) a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES a směrnice Komise 2003/124/ES, 2003/125/ES a 2004/72/ES (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 1).

⁹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 600/2014 ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně nařízení (EU) č. 648/2012.

¹⁰ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/34/ES ze dne 28. května 2001 o přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů a o informacích, které k nim mají být zveřejněny (Úř. věst. L 184, 6.7.2001, s. 1).

Jedním z hlavních problémů, které odrazují zakladatele a rodiny od rozhodnutí vstoupit na burzu (ve fázi před IPO), je obava ze ztráty kontroly nad společností po její kotaci. Kotování znamená rozředení vlastnictví, čímž se snižuje kontrola zakladatelů a rodin nad důležitými investicemi a provozními rozhodnutími společnosti. Společnosti, zejména malé a střední podniky, budou pravděpodobněji usilovat o vstup na veřejné trhy, pokud si ovládající akcionáři mohou po kotaci ponechat rozhodovací pravomoci ve společnosti. To jim umožňuje pokračovat v utváření podniku v souladu s jejich strategickou vizí a zároveň využívat výhod spojených s tím, že jsou kotovanou společností, a získat tak dostatek finančních prostředků, což odůvodňuje absolvování procesu kotace. To platí zejména pro menší rodinné podniky, začínající podniky a podniky s dlouhodobými projekty, které vyžadují značné počáteční náklady. Všem těmto společnostem může hrozit, že budou příliš vystaveny kolísání veřejných trhů nebo hrozbě nepřátelského převzetí. Tyto společnosti by také měly největší prospěch z kotování na trhu pro růst malých a středních podniků, což je kategorie mnohostranných obchodních systémů určená speciálně pro malé a střední podniky, kde mohou využívat méně přísných regulačních požadavků. Menší společnosti mohou mít větší potřebu diverzifikovaného financování než větší společnosti, a to z důvodu jejich obvykle rizikovějšího profilu, menší viditelnosti u potenciálních investorů, nemožnosti dovolit si kotaci na zahraničních burzách a v některých případech také větší potřeby rozšíření činnosti. Jelikož přístup na veřejné trhy je obzvláště důležitý pro menší a rychle rostoucí společnosti, zaměřuje se tento návrh na společnosti kotované na trzích pro růst malých a středních podniků.

Struktura akcií s násobným hlasovacím právem je účinným mechanismem, který umožňuje vlastníkům společností zachovat si rozhodovací pravomoci ve společnosti a zároveň získávat finanční prostředky na veřejných trzích. Tyto akciové struktury umožňují akcionáři (nebo skupině akcionářů) držet kontrolní podíl ve společnosti, aniž by musel uskutečnit poměrnou ekonomickou investici odpovídající velikosti podílu jako v případě, kdy mají všechny akcie stejné hlasovací právo. Struktura zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem obvykle zahrnuje nejméně dva odlišné a samostatné druhy akcií, s nimiž se pojí různý počet hlasovacích práv.

Struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem jsou pouze jedním z existujících mechanismů posilujících kontrolu, tj. mechanismů vytvářejících nepoměr ve vztahu mezi finančním vlastnictvím a hlasovacími právy, což má za následek, že akcionář může zvýšit svou kontrolu, aniž by držel poměrný podíl vlastního kapitálu. Studie o proporcionalitě mezi vlastnictvím a kontrolou v členských státech¹¹, zveřejněná v roce 2007, ukázala, že dostupné mechanismy zvýšení/zablokování kontroly posílením hlasovacích práv mohou zahrnovat mimo jiné také věrnostní akcie¹², akcie bez hlasovacího práva¹³, prioritní akcie bez hlasovacího práva¹⁴ a stropy hlasovacích práv¹⁵.

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

¹² Věrnostními akciemi jsou akcie, které přiznávají větší hlasovací právo akcionářům, kteří je drží po určitou dobu. Držitelé věrnostních akcií obvykle získávají dva hlasy na akcii namísto jednoho, pokud své akcie drží dva roky nebo déle.

¹³ Akciemi bez hlasovacího práva jsou akcie bez hlasovacích práv, s nimiž nejsou spojena žádná zvláštní práva na peněžní toky (např. přednostní dividenda), která by absenci hlasovacích práv kompenzovala.

¹⁴ Prioritními akciemi bez hlasovacího práva jsou akcie bez hlasovacích práv vydané se zvláštním právem na peněžní toky (např. přednostní (vyšší nebo zaručená) dividenda), které má absenci hlasovacích práv kompenzovat.

¹⁵ Stropem hlasovacích práv je omezení, které akcionářům zakazuje hlasovat nad určitou prahovou hodnotu bez ohledu na počet akcií s hlasovacím právem, které vlastní. Stropy hlasovacích práv mohou být vyjádřeny jako procento všech zbývajících hlasovacích práv (pokud například žádný akcionář

Nicméně většina těchto alternativních akciových struktur, které jsou pevněji nastaveny, omezuje objem finančních prostředků, jež lze ve fázi IPO a prostřednictvím následných emisí získat. Věrnostní akcie představují mimoto posílený kontrolní mechanismus, který je určen zejména k podpoře dlouhodobé držby akcií u investorů a vede ke stabilnějšímu, dlouhodobě orientovanému vlastnictví, nikoli ke zvýšení atraktivity získávání finančních prostředků od veřejnosti. Jelikož s věrnostními akciemi je obvykle spojeno méně dodatečných hlasovacích práv než s akciemi s násobným hlasovacím právem pro ovládající akcionáře a před aktivací větších hlasovacích práv zpravidla vyžadují určitou dobu držení, jsou zakladateli a rodinnými podniky považovány za méně atraktivní. To dokládají empirické důkazy, které prokazují, že zavedení věrnostních akcií v některých členských státech nezvýšilo počet společností, jež mají přístup na veřejné trhy. Naproti tomu akcie s násobným hlasovacím právem by zakladatelům umožnily zachovat si kontrolu a zároveň prodat větší část své investice do společnosti díky většímu oddělení ekonomického podílu a hlasovacích práv.

Zavedení struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem ve společnosti vede k tomu, že ostatní akcionáři (investoři) mají v poměru ke svým ekonomickým investicím menší rozhodovací pravomoc. Toto oslabení hlasovacích práv by mohlo vést ke specifickým problémům, pokud by nebylo náležitě omezeno. Mezi takové problémy může patřit například upevnění postavení akcionářů¹⁶, přelévání majetku společnosti a obecně získávání soukromých výhod ze strany ovládajícího akcionáře, například prostřednictvím transakcí se spřízněnými stranami. Ředící účinek akcií s násobným hlasovacím právem může navíc vést k tomu, že ovládající akcionáři budou blokovat některá usnesení, včetně těch, která jsou zaměřena na cíle udržitelnosti, čímž budou podporovány zájmy ovládajícího akcionáře, a nikoli dlouhodobě udržitelný rozvoj společnosti. Tyto potenciální problémy však lze řešit zavedením ochranných opatření zaměřených na ochranu menšinových akcionářů a zájmů společnosti, jako je maximální poměr hlasů, ustanovení o pozbytí platnosti a omezení používání akcií s násobným hlasovacím právem v určitých případech, například pokud jde o otázky udržitelnosti.

V současné době panuje v EU roztržičnost, pokud jde o struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, což znamená, že při rozhodování o kotaci nemají společnosti v EU rovné příležitosti. Některé členské státy jako například Švédsko nebo Dánsko povolují akcie s násobným hlasovacím právem téměř od počátku existence svých kapitálových trhů. Ve Švédsku se procentní podíl kotovaných společností s touto strukturou akcií vždy pohyboval nad 40 % a ve Finsku a Dánsku představují z hlediska tržní kapitalizace většinu kotovaných společností. Jiné členské státy naopak akcie s násobným hlasovacím právem zakázaly. V některých případech, například v Německu a Belgii, je zákaz omezen na veřejné společnosti, zatímco v jiných, například v Rakousku a Chorvatsku, se vztahuje na všechny společnosti.

Stávající rozdíly ve vnitrostátních režimech týkajících se struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem vytvářejí pro společnosti v různých členských státech nerovné podmínky. Podnikatelé a společnosti z členských států, které strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem zakazují, mají ve srovnání se společnostmi z členských států, jež tuto strukturu povolují, komparativní nevýhodu. Podnikatelé a společnosti, jež chtějí strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem zavést a využít flexibility, kterou

nemůže hlasovat za více než tři procenta zapsaného základního kapitálu společnosti) nebo jako procento všech hlasů odevzdaných na valné hromadě (běžné v členských státech).

¹⁶ Upevnění postavení akcionářů je situace, kdy ovládající akcionáři mají trvalou kontrolu, a proto mohou přijímat rozhodnutí ve svůj prospěch bez ohledu na zájmy společnosti a ostatních akcionářů a kdy ostatní akcionáři nemohou tato rozhodnutí účinně napadnout.

nabízí, mají na výběr, zda zůstanou soukromými společnostmi, nebo zda se přemístí do jiného členského státu (či do země mimo EU), což omezuje jejich výběr financování a zvyšuje jejich investiční náklady. To se týká zejména malých a středních podniků a začínajících podniků v počáteční fázi, které nemají prostředky na pokrytí dodatečných nákladů spojených s kotací v jiném členském státě nebo v zemi mimo EU.

Cílem tohoto návrhu je dosáhnout minimální harmonizace vnitrostátních právních předpisů, které upravují struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem u společností kotovaných na trzích pro růst malých a středních podniků, a zároveň ponechat členským státům dostatečnou flexibilitu při jejich provádění. Zatímco regulované trhy jsou obecně vhodnější pro větší a vyspělejší společnosti, trhy pro růst malých a středních podniků byly z velké části navrženy pro kotaci menších společností, přičemž regulační úprava trhů pro růst malých a středních podniků zohledňuje jejich zvláštnosti. Ne všechny společnosti, jejichž cenné papíry jsou kotovány na trzích pro růst malých a středních podniků, jsou však malými a středními podniky. Společnosti jiné než malé a střední podniky mají obecně likvidnější cenné papíry, a proto jejich zařazení umožňuje trhům pro růst malých a středních podniků generovat vyšší poplatky za obchodování, aby si udržely ziskovost svého obchodního modelu. Aby však byla zajištěna jasnost pro investory, vztahují se v současné době na všechny emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků bez ohledu na jejich velikost stejná pravidla. V souladu se zmíněným přístupem zavádí tento návrh možnost zavést strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem pro všechny společnosti, které poprvé žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků.

Tento návrh stanoví ochranná opatření, která zajistí ochranu menšinových akcionářů a zájmů společnosti. Tato ochranná opatření vyžadují, aby všechny členské státy zajistily, že každé rozhodnutí o přijetí struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem nebo o změně této struktury bude v případě, že má dopad na hlasovací práva, přijato kvalifikovanou většinou na valné hromadě akcionářů. Ochranná opatření stanovená v tomto návrhu zavádějí rovněž omezení váhy hlasů u akcií s násobným hlasovacím právem tím, že ukládají omezení buď s ohledem na strukturu akcií s násobným hlasovacím právem, nebo výkon hlasovacích práv spojených s akciemi s násobným hlasovacím právem při přijímání určitých rozhodnutí. Tato ochranná opatření jsou navržena tak, aby chránila zájmy menšinových akcionářů a zájmy společnosti a zároveň ovládačím akcionářům poskytovala dostatečnou flexibilitu, aby nedocházelo k odrazování od používání struktur zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem. Tato ochranná opatření jsou navíc do značné míry v souladu s ochrannými opatřeními, která již existují v právních systémech členských států s dobře fungujícími režimy struktur s akciemi s násobným hlasovacím právem. Tyto členské státy by tudíž musely provést minimální úpravy svých stávajících právních systémů.

- **Soulad s platnými předpisy v této oblasti politiky**

Struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem jsou v současné době upraveny výhradně na vnitrostátní úrovni.

Navrhovaná směrnice je v souladu s cíli platných právních předpisů EU, které stanoví požadavky na veřejné společnosti a koordinují vnitrostátní předpisy v oblasti práva obchodních společností. Patří sem i směrnice o právu obchodních společností¹⁷, jejímž cílem je zajistit minimální rovnocennou ochranu akcionářů i věřitelů. Harmonizuje vnitrostátní předpisy týkající se některých aspektů práva obchodních společností, jako je zakládání

¹⁷ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1132 ze dne 14. června 2017 o některých aspektech práva obchodních společností (kodifikované znění) (Úř. věst. L 169, 30.6.2017, s. 46).

akciových společností, požadavky na základní kapitál a výplaty akcionářům. Oblast působnosti navrhované směrnice se nepřekrývá s oblastí působnosti směrnice o právu obchodních společností, která akciové struktury společností (včetně struktur s akciemi s násobným hlasovacím právem) neupravuje. Touto otázkou se zabývá tento návrh.

Kromě toho je návrh tím, že vyžaduje, aby členské státy zavedly ustanovení na ochranu zájmů společnosti a menšinových akcionářů, v souladu s politickým cílem sledovaným směrnicí (EU) 2017/828¹⁸, včetně podpory dlouhodobě udržitelného rozvoje společností a ochrany zájmů společnosti a jejích menšinových akcionářů v případě transakcí se spřízněnými stranami, a to i přes rozdíl v oblasti působnosti obou aktů (směrnice se týká práv akcionářů ve společnostech přijatých k obchodování na regulovaných trzích, zatímco tento návrh se týká práv akcionářů ve společnostech přijatých k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků).

Stejně tak se navrhovaná směrnice nepřekrývá s oblastí působnosti směrnice o nabídkách převzetí, která stanoví pravidla platná pro veřejné společnosti, pokud jsou tyto společnosti předmětem nabídek převzetí, s cílem chránit zájmy akcionářů. Důležité je, že se směrnice o nabídkách převzetí¹⁹ vztahuje pouze na společnosti přijaté k obchodování na regulovaném trhu, a nikoli na společnosti přijaté k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, které spadají do oblasti působnosti tohoto návrhu. Ustanovení o transparentnosti v tomto návrhu nicméně sledují podobné cíle jako ustanovení směrnice o nabídkách převzetí a zaměřují se na strukturu základního kapitálu společnosti, vlastnickou strukturu a práva a povinnosti spojené s cennými papíry společnosti.

Navrhovaná směrnice je rovněž v souladu s ustanoveními směrnice MiFID II, která upravují trhy pro růst malých a středních podniků.

- **Soulad s ostatními politikami Unie**

Návrh je plně v souladu s hlavním cílem unie kapitálových trhů, kterým je zpřístupnit financování podnikům v EU, a zejména malým a středním podnikům. Je v souladu s řadou legislativních i nelegislativních opatření, která Komise přijala v rámci akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2015²⁰, hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období v roce 2017²¹ a akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2020.

Usnadnění přístupu společností k financování, zejména v případě malých a středních podniků, bylo od počátku klíčovým cílem unie kapitálových trhů, aby se podpořila zaměstnanost a růst v EU. Od zveřejnění akčního plánu pro unii kapitálových trhů v roce 2015 byla přijata některá cílená opatření k rozvoji vhodných zdrojů financování pro malé a střední podniky ve všech fázích jejich rozvoje. Ve svém hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období, které bylo zveřejněno v červnu 2017, se Komise rozhodla zvýšit své ambice a zaměřila se více na přístup malých a středních podniků na veřejné trhy. V květnu 2018

¹⁸ Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/828 ze dne 17. května 2017, kterou se mění směrnice 2007/36/ES, pokud jde o podporu dlouhodobého zapojení akcionářů (Úř. věst. L 132, 20.5.2017, s. 1).

¹⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí (Úř. věst. L 142, 30.4.2004, s. 12).

²⁰ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů, Akční plán pro vytváření unie kapitálových trhů (COM(2015) 468 final).

²¹ Sdělení Komise o hodnocení akčního plánu pro unii kapitálových trhů v polovině období (SWD(2017) 224 final a SWD(2017) 225 final – 8. června 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf

Komise zveřejnila návrh na podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků²², jenž měl snížit administrativní zátěž a vysoké náklady na dodržování předpisů, kterým čelí emitenti na trzích pro růst malých a středních podniků, a zároveň zajistit vysokou úroveň integrity trhu a ochrany investorů; podpořit likviditu veřejně kotovaných akcií malých a středních podniků, aby se tyto trhy staly atraktivnějšími pro investory, emitenty a zprostředkovatele, a usnadnit registraci mnohostranných obchodních systémů jako trhů pro růst malých a středních podniků. Návrh na podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků byl přijat v listopadu 2019.

V návaznosti na krizi COVID-19 zveřejnila Komise balíček týkající se oživení kapitálových trhů, který zahrnoval cílené změny v oblasti regulace kapitálových trhů a bank a jehož hlavním cílem bylo usnadnit kapitálovým trhům podporu podniků v EU při překonávání krize COVID-19. Cílem navrhovaných změn pravidel kapitálových trhů bylo zejména snížit regulační zátěž a složitost pro investiční podniky a emitenty.

Tento návrh navazuje na akční plán pro unii kapitálových trhů z roku 2020 a jeho cíl zpřístupnit financování podnikům v EU (opatření č. 2 „podpora přístupu na veřejné trhy“). Návrh se zaměřuje na zmírnění regulačních požadavků, které mohou společnost odradit od rozhodnutí stát se kotovanou společností či jí zůstat. Dalšími faktory, které mohou emitenty odrazovat od kotace, jako je například úzká investorská základna a příznivější daňové zacházení s dluhovými cennými papíry oproti akciím, se zabývají jiné probíhající a připravované iniciativy v rámci unie kapitálových trhů, které doplňují změny předložené v tomto návrhu a měly by být analyzovány společně s touto iniciativou. Tyto iniciativy se týkají například i) vytvoření jednotného evropského přístupového místa²³, jež bude řešit nedostatek dostupných a srovnatelných údajů pro investory, čímž se společnosti více zviditelní pro investory; ii) centralizace obchodních informací EU v konsolidovaném souboru²⁴ pro efektivnější obchodování na veřejném trhu a zjišťování cen a iii) zavedení úlevy ke snížení zvýhodnění dluhu oproti vlastnímu kapitálu (DEBRA)²⁵, aby se financování vlastním kapitálem stalo pro společnosti atraktivnější (a méně nákladné).

Řada iniciativ Komise mimoto dále posílí investorskou základnu pro kotované akcie. Fond EU pro primární veřejnou nabídku akcií malých a středních podniků bude hrát roli kotevního investora, který přiláká více soukromých investic do veřejného kapitálu malých a středních podniků prostřednictvím partnerství s institucionálními investory a investic do fondů zaměřených na emitenty z řad malých a středních podniků. Revize nařízení o kapitálových požadavcích a směrnice Solventnost II rozšíří investorskou základnu pro emitenty tím, že usnadní investice bank a pojišťoven do veřejného (dlouhodobého) vlastního kapitálu.

²² Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 596/2014 a (EU) 2017/1129, pokud jde o podporu využívání trhů pro růst malých a středních podniků (COM(2018) 331 final).

²³ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se zřizuje jednotné evropské přístupové místo poskytující centralizovaný přístup k veřejně dostupným informacím o finančních službách, kapitálových trzích a udržitelnosti (COM/2021/723 final).

²⁴ Návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 600/2014, pokud jde o zvýšení transparentnosti údajů o trhu, odstranění překážek vzniku konsolidovaných obchodních informací, optimalizaci obchodních povinností a zákaz přijímání plateb za předávání pokynů zákazníkům (COM/2021/727 final).

²⁵ Návrh směrnice Rady o stanovení pravidel týkajících se úlevy ke snížení zvýhodnění dluhu oproti vlastnímu kapitálu a o omezení odpočitatelnosti úroků pro účely daně z příjmu právnických osob (COM/2022/216 final).

Tento návrh je rovněž v souladu s novým evropským programem inovací²⁶ zveřejněným v roce 2022, neboť by pro zakladatele společností zvýšil atraktivitu kapitálových trhů, aniž by se při kotování na veřejných trzích museli vzdát kontroly.

Návrh zohledňuje rovněž podklady pro stanovisko platformy Fit pro budoucnost týkající se usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu, a zejména zjednodušení postupů pro přijímání cenných papírů malých a středních podniků k obchodování a dalších povinností při kotování.

Jelikož tento návrh umožní většímu počtu malých a středních podniků přístup k většímu a diverzifikovanějšímu financování prostřednictvím kotování na trzích pro růst malých a středních podniků na základě nejvhodnější struktury správy a řízení společnosti, bude rovněž v souladu s cílem balíčku úlev pro malé a střední podniky, který oznámila předsedkyně Komise von der Leyenová v projevu o stavu Unie v září 2022.

Ustanovení návrhu týkající se ochranných opatření zajistí rovněž ochranu zájmů společnosti před rozhodnutími, která vytvářejí rizika nebo vedou k nepříznivým důsledkům pro lidská práva, změnu klimatu a životní prostředí. Návrh je proto v souladu s cílem politiky Komise v oblasti správy a řízení společností, kterým je podpora udržitelného a odpovědného chování podniků, a tudíž v souladu s návrhem směrnice Komise o náležité péči podniků v oblasti udržitelnosti²⁷, jehož cílem je zakotvit do systémů správy a řízení společností lidská práva a environmentální aspekty.

2. PRÁVNÍ ZÁKLAD, SUBSIDIARITA A PROPORCIONALITA

• Právní základ

Návrh vychází z článku 114 a článku 50 Smlouvy o fungování Evropské unie (SFEU).

Článek 114 SFEU stanoví možnost přijímat opatření ke sbližování ustanovení právních a správních předpisů členských států, jejichž účelem je vytvoření a fungování vnitřního trhu. Uplatnění článku 114 SFEU je možné zejména v případech, kdy rozdíly mezi vnitrostátními právními předpisy brání výkonu základních svobod nebo narušují hospodářskou soutěž, a mají tudíž přímý dopad na fungování vnitřního trhu. Cílem navrhované směrnice je odstranit překážky výkonu základních svobod, jako je volný pohyb kapitálu a svoboda usazování. Tyto překážky vyplývají z rozdílů mezi vnitrostátními předpisy v oblasti práva obchodních společností v EU, neboť některé členské státy brání svým společnostem v přístupu na veřejné trhy prostřednictvím struktur akcií s násobným hlasovacím právem. To omezuje jejich přístup ke kapitálu a brání vytvoření jednotného kapitálového trhu v EU.

Ustanovení čl. 50 odst. 1 SFEU, a zejména čl. 50 odst. 2 písm. g) stanoví pravomoc EU jednat za účelem dosažení svobody usazování v určité oblasti činnosti, konkrétně „v míře nezbytné k dosažení jejich rovnocennosti koordinovat záruky, které jsou pro ochranu zájmů společníků i třetích osob vyžadovány v členských státech od společností ve smyslu čl. 54 druhého pododstavce“. Cílem navrhované směrnice je zavést koordinační opatření týkající se ochrany

²⁶ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Nový evropský program inovací (COM/2022/332 final).

²⁷ Návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o náležité péči podniků v oblasti udržitelnosti a o změně směrnice (EU) 2019/1937 (COM/2022/71 final).

zájmů akcionářů společností a dalších zúčastněných stran, aby se snížily rozdíly mezi vnitrostátními předpisy a překážky bránící svobodě usazování.

- **Subsidiarita (v případě nevýlučné pravomoci)**

Podle článku 4 SFEU musí být opatření EU pro dokončení vnitřního trhu posuzováno podle zásady subsidiarity stanovené v čl. 5 odst. 3 Smlouvy o Evropské Unii (SEU). V souladu se zásadou subsidiarity by se opatření na úrovni EU měla přijímat pouze tehdy, pokud cílů navrhovaného opatření nemůže být dosaženo uspokojivě na úrovni členských států, a proto je nutné přijmout opatření na úrovni EU. Pokud jde o akcie s násobným hlasovacím právem, je nepravděpodobné, že by členské státy, které v současnosti tyto struktury zahrnující akcie nepovolují, v blízké budoucnosti jednostranně a bez vnějšího podnětu změnily svá pravidla, nebudou-li přijata opatření na úrovni EU. To je zapříčiněno především historickými důvody, odporem zúčastněných stran v těchto zemích a skutečností, že změna práva obchodních společností, které se vyvíjelo po staletí, je často obtížná. Průtahy při zavádění těchto struktur v celé EU by znamenaly riziko, že v členských státech, které akcie s násobným hlasovacím právem zakazují, budou menší společnosti i nadále připraveny o možnosti financování. I kdyby se členské státy rozhodly přijmout opatření, jejich přístupy by se mohly výrazně lišit, což by mohlo vést k další roztržičnosti.

- **Proporcionalita**

Cílem navrhované směrnice je přispět k řádnému fungování jednotného trhu a odstranit překážky výkonu základních svobod, jako je volný pohyb kapitálu a svoboda usazování. Tyto překážky jsou způsobeny rozdíly mezi vnitrostátními režimy práva obchodních společností, pokud jde o strukturu akcií, a zejména o možnost společnosti přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem. K dosažení tohoto cíle stanoví návrh pouze minimální požadavky na harmonizaci, a to pouze ve vztahu k hlavní právní zásadě týkající se umožnění struktur s akciemi s násobným hlasovacím právem, a doplňuje ji o minimální ochranná opatření nezbytná k ochraně zájmů menšinových akcionářů a zájmů společnosti. Jeho oblast působnosti je rovněž omezena na trhy pro růst malých a středních podniků, zejména s cílem zahrnout malé a střední podniky, jež budou mít z takového opatření největší prospěch.

Navrhovaná směrnice ponechává členským státům dostatečnou flexibilitu, jak ustanovení návrhu do svého vnitrostátního právního režimu začlenit. Činí tak doplněním pravidel o další opatření, včetně opatření na ochranu akcionářů a zájmů společnosti, pokud jsou v souladu s cíli této směrnice, nebo povolením struktur akcií s násobným hlasovacím právem v situacích mimo oblast působnosti tohoto návrhu. V souladu se zásadou subsidiarity stanovenou v článku 5 Smlouvy o EU proto navrhovaná směrnice nepřekračuje rámec toho, co je nezbytné pro dosažení jejích cílů.

- **Volba nástroje**

Integrace jednotného trhu EU v oblasti práva obchodních společností, zejména akciových struktur, lze nejlépe dosáhnout sbližováním právních předpisů harmonizací prostřednictvím směrnice. Použití směrnice respektuje rozdílné právní kultury a systémy práva obchodních společností členských států a v procesu provedení ve vnitrostátním právu poskytuje dostatečnou flexibilitu, aby bylo možné zavést společné minimální standardy způsobem slučitelným s těmito rozdílnými systémy.

V této oblasti politiky, kde byly zjištěny velké rozdíly v závazných právních předpisech členských států, by doporučení nemohlo požadovaného cíle tsbližování předpisů dosáhnout.

Sbližování prostřednictvím nařízení by navíc členským státům neposkytlo dostatečnou flexibilitu, aby se mohly přizpůsobit místním podmínkám a zachovat soulad pravidel EU s širším vnitrostátním právem obchodních společností.

3. VÝSLEDKY HODNOCENÍ *EX POST*, KONZULTACÍ SE ZÚČASTNĚNÝMI STRANAMI A POSOUZENÍ DOPADŮ

- **Hodnocení *ex post* / kontroly účelnosti platných právních předpisů**

Nevztahuje se na tento návrh.

- **Konzultace se zúčastněnými stranami**

V posledních letech se Komise věnuje průběžnému hodnocení přístupu společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy. Otázky regulační zátěže společností při přístupu na veřejné trhy byly nadneseny v rámci fóra na vysoké úrovni pro unii kapitálových trhů, skupiny TESG a akčního plánu pro unii kapitálových trhů z roku 2020. Komise vzala v úvahu také rozsáhlý výzkum na toto téma provedený v rámci studie společnosti Oxera²⁸. Za účelem získání dalších podkladů k těmto záležitostem byla v listopadu 2021 zveřejněna výzva k předložení faktických podkladů a vyhlášena veřejná konzultace k nařízení o kotování. Konzultace probíhaly po dobu čtrnácti týdnů (od 19. listopadu 2021 do 25. února 2022).

V dubnu 2022 uspořádala Komise rovněž dvě technické schůzky / pracovní setkání se zúčastněnými stranami z odvětví s cílem zvažované možnosti politiky dále upřesnit.

Komise představila cíle návrhu také skupině odborníků Evropského výboru pro cenné papíry, a to ve dnech 15. října 2021, 17. května 2022 a 30. května 2022.

Dne 17. května 2022 bylo uspořádáno také setkání s koordinátory Hospodářského a měnového výboru (ECON) Evropského parlamentu, na kterém byly představeny cíle návrhu.

Dne 12. září 2022 se uskutečnila schůzka se skupinou odborníků na právo obchodních společností.

Veřejné a cílené konzultace

V rámci veřejných a cílených konzultací respondenti zdůraznili, že jedním z hlavních důvodů vlny technologicky vyspělých, rychle rostoucích emitentů, kteří se rozhodli kotovat své akcie v zemích mimo EU (jako jsou USA nebo Spojené království), je flexibilita, kterou tyto jurisdikce poskytují emitentům v oblasti akcií s násobným hlasovacím právem²⁹. Podobně někteří respondenti³⁰ zdůraznili, že řada společností v EU v nedávné době přesunula svá sídla ze zemí s omezenými možnostmi vydávání akcií s násobným hlasovacím právem (např. Itálie, Německo a Španělsko) do Nizozemska, země, která zaujala flexibilní přístup a struktury s akciemi s násobným hlasovacím právem povoluje³¹. V neposlední řadě má 64 % respondentů

²⁸ Oxera Consulting LPP, *Primary and secondary equity markets in EU, Final report*, listopad 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

²⁹ Mezi zúčastněné strany, které tento názor podporují, patří investiční banky, asociace trhů s cennými papíry, zástupci ministerstev financí a asociace soukromého kapitálu.

³⁰ Tuto skutečnost zmínily dvě zúčastněné strany z Nizozemska.

³¹ Doposud se do Nizozemska kvůli atraktivitě systému akcií s násobným hlasovacím právem přestěhovalo několik společností. Neexistují však dostupné údaje, které by to potvrzovaly.

za to, že je vhodné stanovit v právních předpisech EU, že emitenti z celé EU mohou být kotováni v obchodním systému EU na základě struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem.

Většina respondentů v rámci konzultace (83 %)³² se domnívala, že používání akcií s násobným hlasovacím právem tam, kde je to povoleno, skutečně k usilování o kotování na veřejných trzích podnítilo více podniků. Na otázku, jaký vliv mají akcie s násobným hlasovacím právem na atraktivitu společnosti pro investory, se většina respondentů (převážně emitenti a burzy) domnívala, že tento vliv je buď pozitivní, nebo neutrální³³. Tito respondenti uvedli, že akcie s násobným hlasovacím právem nesnižují zájem investorů za předpokladu, že jsou zavedena určitá ochranná opatření, a zdůraznili, že k tomu, aby investoři mohli činit plně informovaná investiční rozhodnutí, má zásadní význam transparentnost.

Respondenti, kteří atraktivitu vnímali negativně (včetně dvou příslušných vnitrostátních orgánů a některých sdružení investorů), vyjádřili obavy ohledně zrušení zásady „jedna akcie – jeden hlas“. Jeden z respondentů konkrétně poznamenal, že struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem by mohly narušit stávající mechanismy odpovědnosti v právních předpisech týkajících se správy a řízení společností, jako je možnost akcionářů volit ředitele, a vést k upevňování postavení vedení. Nicméně i mezi respondenty, kteří tento vliv vnímají mírně negativně nebo negativně, někteří poznamenali, že akcie s násobným hlasovacím právem jsou v určitých situacích výhodné (zejména pro rychle rostoucí, inovativní společnosti řízené zakladateli, které se chtějí dát kotovat). Poznamenali, že by všechny předložené změny měly usilovat o náležitou rovnováhu. Tato rovnováha by měla zajistit přiměřenou ochranu správy a řízení, například omezit rozhodnutí, která mohou být přijímána pomocí dodatečných hlasovacích práv, umožnit společností řízeným zakladateli získávat finanční prostředky na veřejném trhu a zachovat dlouhodobou vizi zakladatele pro společnost.

Respondenti proto zdůraznili, že by případná flexibilita v oblasti struktur s akciemi s násobným hlasovacím právem měla být řešena způsobem, který zajistí standardy správy a řízení (pravděpodobně prostřednictvím ustanovení o pozbytí platnosti, ustanovení o neprevoditelnosti, automatickém zrušení/konverzi při odchodu atd.).

Doporučení skupiny odborníků

Fórum na vysoké úrovni pro unii kapitálových trhů doporučilo, aby si společnosti mohly při vstupu na burzu zvolit strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem. Skupina odborníků uvedla, že by tyto struktury pomohly společností vyhnout se převzetí většími společnostmi, motivovaly by vlastníky k udržení růstu a pomohly by podpořit dlouhodobou perspektivu společnosti při současném zachování kotování jako atraktivní možnosti financování. Zdůraznili však, že to musí vyvažovat skutečnost, že ostatním akcionářům je bráněno ve výkonu jejich povinností v oblasti dohledu a správy a řízení.

Skupina TESG toto doporučení plně podpořila a uvedla, že by mělo být výsadou emitentů rozhodnout, zda začlenění ustanovení o pozbytí platnosti nebo maximální vážený poměr hlasů, či nikoli.

³² Tj. 34 z celkem 41 respondentů.

³³ 22 % (což odpovídá devíti respondentům) zvolilo pozitivní nebo mírně pozitivní hodnocení, 29 % (což odpovídá dvanácti respondentům) zvolilo neutrální hodnocení, zatímco 36 % respondentů (což odpovídá patnácti respondentům, většinou z řad investorů a příslušných vnitrostátních orgánů) zvolilo negativní nebo mírně negativní hodnocení.

Schůzky se zúčastněnými stranami

Dvě technická pracovní setkání se zúčastněnými stranami, která Komise uspořádala, nepřinesla k tématu akcí s násobným hlasovacím právem žádné významné podněty. Některé zúčastněné strany (burzy) jednoznačně podpořily harmonizaci na úrovni EU, neboť by to zvýšilo atraktivitu kotování. Jiné zúčastněné strany (investoři) se naopak domnívaly, že taková harmonizace není nutná, a zároveň poznamenaly, že pokud by se o takovém přístupu uvažovalo, byla by důležitá vhodná ochranná opatření.

Jednání se skupinou odborníků Evropského výboru pro cenné papíry Komise představila možný další postup s ohledem na nařízení o kotování v rámci projektu unie kapitálových trhů. Delegace účastníci se diskuse obecně podpořily cíl Komise zvýšit atraktivitu veřejných trhů EU a zároveň zajistit ochranu investorů a integritu trhu. Konkrétně třináct členských států, které vystoupily, projevilo ochotu zvážit minimální harmonizaci ustanovení o akcích s násobným hlasovacím právem v právu EU.

Setkání s koordinátory výboru ECON v Evropském parlamentu

Koordinátoři z řad poslanců Evropského parlamentu, kteří se zúčastnili diskuse, uvítali návrh Komise na další postup v souvislosti s nařízením o kotování a uznali problém týkající se veřejných trhů v EU. Zdůraznili, že Komise musí najít náležitou rovnováhu, aby zajistila přístup všech společností, zejména malých a středních podniků, na veřejné trhy za účelem získání financování a zároveň zajistila odpovídající ochranu investorů.

Setkání se skupinou odborníků na právo obchodních společností

Za účelem výměny názorů na stávající vnitrostátní struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem v některých členských státech se uskutečnila schůze skupiny odborníků na právo obchodních společností. V debatě vystoupilo několik členských států, aby blíže zdůvodnilo své odpovědi na průzkum Komise (červenec–srpen 2022).

• Sběr a využití výsledků odborných konzultací

Komise shromáždila značné množství údajů přímo od burz cenných papírů, emitentů a sdružení malých a středních podniků. Skupina TESG (činná od října 2020 do května 2021) navíc poskytla důkazy a informace z trhu. Komise si navíc v listopadu 2020 objednala u společnosti Oxera studii týkající se primárních a sekundárních kapitálových trhů v EU (*Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*), která poskytla velmi podrobný přehled trhu³⁴, rovněž podložený údaji.

Komise již dříve zadala studii o proporcionalitě mezi vlastnictvím a kontrolou ve společnostech kotovaných na burze v EU, která byla ukončena *zprávou o zásadě proporcionality v EU* (zveřejněnou v roce 2007)³⁵. Závěry této zprávy byly nedávno

³⁴ Studie o primárních a sekundárních kapitálových trzích v EU doporučila, aby regulační orgány zmírnily omezení mechanismů posilujících kontrolu (jako jsou akcie s násobným hlasovacím právem) a podnítily tak společnosti ke kotaci, aniž by se vlastníci museli vzdát kontroly nad svými společnostmi.

³⁵ Studie o proporcionalitě mezi vlastnictvím a kontrolou v členských státech dospěla k závěru, že žádná jurisdikce EU v rámci analyzovaného vzorku nezvolila zásadu „jedna akcie – jeden hlas“. Dokonce i ty členské státy, které zásadu „jedna akcie – jeden hlas“ do jisté míry formálně přijaly, povolily různé mechanismy posilující kontrolu, jako jsou stropy hlasovacích práv nebo prioritní akcie bez hlasovacího práva. Tyto závěry pak potvrdila studie o ochraně menšinových akcionářů z roku 2018. Zmíněná studie

potvrzeny v další studii o ochraně menšinových akcionářů, kterou si vyžádala Komise a která byla zveřejněna v roce 2018.

Posouzení dopadů bylo provedeno na základě rozsáhlých kvalitativních a kvantitativních podkladů z veřejných a cílených konzultací k nařízení o kotování: ztraktivnění veřejných kapitálových trhů pro společnosti v EU a usnadnění přístupu malých a středních podniků ke kapitálu.

Mezi další použité zdroje patřila rozsáhlá akademická literatura a výzkum, zejména posouzení jurisdikcí, které již zavedly akcie s násobným hlasovacím právem nebo které nedávno přijaly právní předpisy umožňující jejich zavedení. Další rozsáhlé podněty poskytla různá odvětvová sdružení.

• **Posouzení dopadů**

K tomuto návrhu je připojeno posouzení dopadů, které bylo dne 10. června 2022 předloženo Výboru pro kontrolu regulace. Výbor jej s výhradami schválil dne 8. července 2022.

Výbor pro kontrolu regulace požádal o změnu návrhu posouzení dopadů s cílem objasnit: i) propojení a soudržnost iniciativy týkající se nařízení o kotování s dalšími souvisejícími iniciativami v oblasti kapitálových trhů; ii) rizika a omezení analýzy a uznání nezamýšlených důsledků a iii) rozdílné názory různých kategorií zúčastněných stran na definici problému, jednotlivé možnosti a dopady možností. Připomínky výboru byly zohledněny a začleněny do konečného znění posouzení dopadů.

Posouzení dopadů analyzuje několik možností politiky jak ztraktivnit kotování na kapitálových trzích EU prostřednictvím zjednodušených, jasných a flexibilnějších regulačních povinností, aby se pro společnosti všech velikostí snížily náklady spojené se získáváním kapitálu na veřejných trzích.

Posouzení dopadů popisuje tři faktory, které vysvětlují problémy související se třemi fázemi cyklu kotace: fází před IPO, samotným procesem IPO a fází po IPO. Faktor, který byl označen za důležitý pro tuto navrhovanou směrnici, se týká nerovných příležitostí pro společnosti v EU, pokud jde o strukturu správy a řízení při kotaci, a to v důsledku rozdílných vnitrostátních pravidel pro akcie s násobným hlasovacím právem.

Regulační změny uvedené v těchto možnostech nemohou samy o sobě vyřešit všechny výzvy, jimž veřejné trhy v EU čelí. Spolu s dalšími opatřeními zvažovanými v rámci širšího plánu na zlepšení přístupu společnostmi na veřejné kapitálové trhy však mají tyto změny pomoci zvrátit současný negativní trend na veřejných trzích EU. Bez těchto zdokonalení právní úpravy by se veřejné trhy v EU nadále spoléhaly na neoptimální regulační rámec pro kotování, což by snížilo atraktivitu veřejných trhů. To by mělo za následek ekonomické náklady pro emitenty z EU, investory a celé hospodářství EU. Základní scénář proto nepředpokládá žádné změny legislativního rámce upravujícího pravidla pro společnosti, které chtějí být kotovány nebo již kotovány jsou.

Upřednostňovaná možnost politiky pro fázi před IPO předpokládá minimální harmonizaci vnitrostátních právních předpisů upravujících struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, přičemž členským státům je ponechán prostor pro uvážení, jakým

obsahuje oddíl o uplatňování zásady „jedna akcie, jeden hlas“ v členských státech, v němž je vyvozen závěr, že vnitrostátní právní rámce členských států nepovažují tuto zásadu za zásadní.

způsobem je přizpůsobí. V rámci této možnosti by členské státy, které v současné době struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem zakazují, musely své právní předpisy změnit tak, aby takovéto řídicí struktury umožňovaly. Tato možnost by neukládala žádná další dalekosáhlá omezení těm členským státům, jež v současnosti mají flexibilní a náležitě fungující režim.

Tato možnost by společnosti (založené v členských státech, které v současnosti strukturu akcií s násobným hlasovacím právem zakazují) ke kotaci účinně motivovala. Zajištěním toho, aby společnosti se strukturou zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem mohly být přijaty k obchodování ve všech členských státech, by upřednostňovaná možnost umožnila zakladatelům a vlastníkům společností zmírnit ztrátu kontroly, která je obvykle s kotací spojena. To by otevřelo nové možnosti financování pro ty společnosti, které by jinak o kotaci neuvažovaly. Přineslo by to také značné úspory nákladů společnostem, jež musí být v současné době kotovány v zahraničí, aby mohly flexibility využít. Akcie s násobným hlasovacím právem by mimoto pomohly zakladatelům (po kotaci) vyhnout se krátkodobým tlakům trhu a soustředit se na dlouhodobou vizi společnosti.

Podle upřednostňované možnosti by členské státy mohly flexibilně stanovit ochranná opatření a podmínky týkající se akcií s násobným hlasovacím právem. Musely by však zajistit dodržování několika zásad na vysoké úrovni a minimálních ochranných opatření stanovených na úrovni EU. Mezi ně patří potřeba zajistit přiměřenou rovnováhu mezi zájmy zakladatelů a ochranou menšinových investorů, jakož i ochranou zájmů společnosti. Jelikož by členské státy při zavádění těchto akciových struktur do svých vnitrostátních systémů musely zohlednit zájmy investorů a zájmy společnosti, zajistila by tato možnost ochranu investorů. Ochranná opatření a podmínky by navíc byly přizpůsobeny zvláštnostem místních trhů a trhy, které již mají zavedeny struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, by si zachovaly svou flexibilitu.

Další možnost (nikoli upřednostňovaná) stanoví maximální harmonizaci akcií s násobným hlasovacím právem zavedením podrobného souboru pravidel, včetně ochranných opatření pro menšinové investory a společnost, jako jsou ustanovení o omezení hlasovacích práv, ustanovení o pozbytí platnosti, ustanovení o omezení počtu hlasů spojených s jednou akcií, jejichž cílem by bylo chránit menšinové investory a společnost před nepřiměřeným dopadem těchto akciových struktur. V rámci této možnosti by právo EU mohlo také stanovit, kdo může vlastnit akcie s násobným hlasovacím právem, při jakých rozhodnutích se zohledňují dodatečná hlasovací práva a za jakých podmínek (a zda vůbec) je lze převést na třetí osobu. Tato možnost by byla poměrně normativní, neboť by všechny členské státy měly povinnost zavést stejný pevný rámec, včetně stejných ochranných opatření, což by neumožnilo flexibilitu členským státům, které již mají dobře fungující systém.

Upřednostňovaná možnost by proto byla pro zúčastněné strany, konkrétně emitenty, účinná a zároveň nákladově efektivnější: členské státy, které již mají zavedeny režimy akcií s násobným hlasovacím právem, by nemusely svá pravidla měnit a společnosti v těchto členských státech by se nemusely přizpůsobovat novému režimu a nést dodatečné náklady. Mnohem normativnější alternativní možnost (nikoli upřednostňovaná možnost) pravděpodobně povede k mnohem vyšším nákladům (na úpravu) jak pro členské státy, tak pro emitenty v celé EU. Ačkoli celkové zájmy investorů a zájmy společnosti mohou být na úrovni EU lépe chráněny v rámci alternativní možnosti, nemusí být tato možnost vhodná pro některé členské státy, kde se nezdá, že by investoři byli současnou (flexibilní) úpravou akcií s násobným hlasovacím právem negativně ovlivněni.

Očekává se, že návrh bude mít přímý hospodářský dopad, neboťlepší přístup společností v EU k alternativním zdrojům financování. Pravděpodobně povede k větší motivaci emitentů ke kotování na veřejných trzích v členských státech, v nichž tyto struktury nejsou povoleny. Ve spojení s dalšími zlepšujícími opatřeními tak může vést k celkově většímu počtu veřejných emisí v EU, což obecně přispěje k růstu kapitálových trhů v EU.

Pokud jde o dopady na životní prostředí, včetně ověření zásady „významně nepoškozovat“ a zásady soudržnosti v oblasti klimatu, očekává se, že tento návrh bude mít na životní prostředí nepřímý pozitivní dopad, neboť společnosti, které obdrží finanční prostředky z veřejných trhů, se mohou zapojit do vývoje a inovací nových technologií šetrných k životnímu prostředí. Zavedení zvláštních ochranných opatření by navíc mělo minimalizovat dopady na společnost vyplývající z rozhodnutí, která mohou mít nepříznivé důsledky pro lidská práva, klima a životní prostředí. Tento návrh by přispěl rovněž k rozvoji otevřenějších a konkurenceschopnějších kapitálových trhů, z čehož by měly prospěch zejména rychleji rostoucí společnosti v inovativních odvětvích a odvětvích náročných na výzkum, která mají obvykle vyšší kapitálové potřeby. Lepší přístup k financování umožní těmto společnostem rychleji růst a vyčlenit více finančních prostředků na programy výzkumu a vývoje, které mohou přispět k dosažení cílů Zelené dohody pro Evropu.

Návrh může mít nepřímý pozitivní sociální dopad za předpokladu, že upřednostňovaná varianta dosáhne cíle přispět k usnadnění přístupu podniků na veřejné trhy, díky čemuž by mohly využívat diverzifikovanější a větší zdroje financování, což by jim umožnilo zapojit se do sociálních inovací a zaměstnat více lidí. Jelikož je iniciativa zaměřena zejména na malé a střední podniky (některá opatření jsou jim přímo určena), je pravděpodobné, že (nepřímý) dopad na zaměstnanost bude obzvláště důležitý. Malé a střední podniky v EU v současnosti zaměstnávají přibližně 100 milionů osob, vytvářejí více než polovinu HDP EU a hrají klíčovou úlohu při vytváření přidané hodnoty v každém hospodářském odvětví³⁶. Důležité je, že tvoří 99,8 % společností v EU³⁷. Tyto společnosti, které mají lépe přizpůsobený a širší přístup k financování, budou nyní moci růst rychleji, což bude mít pozitivní dopad na zaměstnanost v celé EU. Očekává se, že tato opatření jako součást širšího balíčku pro usnadnění přístupu malých a středních podniků k financování na kapitálovém trhu budou mít pozitivní dopad na trh práce v EU a zvýší hospodářskou soudržnost.

Tento návrh bude mít pravděpodobně nepřímý pozitivní dopad na digitalizaci tím, že poskytne širší a diverzifikovanější zdroje financování pro kapitálově náročné projekty a společnosti, včetně těch, které se zaměřují na digitalizaci a inovace.

Posouzení dopadů dospělo k závěru, že navrhovaný „balíček“ opatření přispěje k dosažení hlavního cíle unie kapitálových trhů, kterým je usnadnění přístupu společností na kapitálové trhy. Tento balíček opatření podpoří společnosti kotované v obchodních systémech EU tím, že sníží jejich administrativní zátěž a umožní lepší likviditu. Posouzení dopadů však také zdůrazňuje, že regulační opatření obsažená v této iniciativě by sama o sobě nemusela nutně vést ke zvýšení počtu veřejných kotací v EU, neboť ten závisí na mnoha různých faktorech.

³⁶ Sdělení Komise Evropskému parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a Výboru regionů – Strategie pro udržitelnou a digitální Evropu zaměřená na malé a střední podniky (COM(2020) 103 final, s. 1).

³⁷ Eurostat, Klíčové údaje za rok 2018 (europa.eu).

- **Účelnost právních předpisů a zjednodušení**

Nebyly zjištěny žádné dopady na administrativní náklady související s přístupem založeným na zásadě „jeden přijmout – jeden zrušit“, třebaže se očekává, že z této iniciativy vyplynou určité náklady na úpravy. Společnostem mohou vzniknout minimální přímé náklady na úpravy, aby se zajistilo, že kotování bude strukturováno v souladu s novými pravidly, konkrétněji se zavedenými ochrannými opatřeními na ochranu investorů.

- **Základní práva**

Tento návrh respektuje základní práva a svobody stanovené v Listině základních práv Evropské unie. Pro tuto iniciativu je relevantní volný pohyb osob a služeb a svoboda usazování, což jsou jedny ze základních práv a svobod chráněných Smlouvou o Evropské unii a Smlouvou o fungování Evropské unie.

Návrh se dotýká práva na soukromí a ochranu osobních údajů některých akcionářů a osob vykonávajících hlasovací práva ve společnosti, jakož i majitelů cenných papírů se zvláštními kontrolními právy. Ustanovení vyžadující zveřejnění totožnosti těchto akcionářů a osob má posílit důvěru investorů a usnadnit informované investiční rozhodování, a tím zvýšit ochranu investorů i efektivnost trhu. Jelikož investorem může být jakákoli osoba z řad široké veřejnosti, měly by být tyto informace veřejně dostupné. Ustanovení nepřekračuje rámec toho, co je nezbytné k ochraně zájmů investorů, aby mohli činit informovaná rozhodnutí, a k zajištění důvěry investorů. Návrh mimoto vyžaduje zveřejňování osobních údajů pouze ve vztahu k akcionářům a osobám, které mají významnou rozhodovací pravomoc nebo mohou jinak vykonávat kontrolní práva ve společnosti. Pokud by tyto informace nebyly zveřejněny, investoři by nemohli přijímat plně informovaná investiční rozhodnutí.

4. ROZPOČTOVÉ DŮSLEDKY

Neočekává se, že by tato iniciativa měla nějaký významný dopad na rozpočet EU.

5. OSTATNÍ PRVKY

- **Plány provádění a způsoby monitorování, hodnocení a podávání zpráv**

Hodnocení se předpokládá pět let po zavedení opatření a podle pokynů Komise pro zlepšování právní úpravy. Cílem hodnocení bude mimo jiné posoudit, nakolik byla směrnice při dosahování cílů politiky účinná a účelná, a rozhodnout, zda jsou zapotřebí nová opatření nebo změny. Členské státy poskytnou Komisi informace nezbytné pro přípravu tohoto hodnocení.

- **Podrobné vysvětlení konkrétních ustanovení návrhu**

Článek 1 stanoví předmět směrnice. Článek 1 zejména stanoví, že se tato směrnice týká pouze přijetí struktur zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem společnostmi, které poprvé usilují o kotování na trhu pro růst malých a středních podniků v jednom nebo více členských státech.

Článek 2 stanoví definice používané v této směrnici, včetně pojmů „společnost“, „struktura zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem“, „akcie s násobným hlasovacím právem“ a „trh pro růst malých a středních podniků“.

Článek 3 upřesňuje, že tato směrnice je směrnicí o minimální harmonizaci a že členské státy mohou přijmout nebo zachovat vnitrostátní předpisy, které společně umožňují přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem v situacích, na něž se tato směrnice nevztahuje.

Článek 4 stanoví zásadu, že členské státy musí zajistit, aby společnosti mohly přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, pokud poprvé žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků. Článek 4 rovněž zajišťuje, aby členské státy ponechaly společně možnost přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem před podáním žádosti o přijetí jejich akcií k obchodování. V těchto případech mají členské státy možnost stanovit, že větší hlasovací práva spojená s akciemi s násobným hlasovacím právem lze využít až po přijetí k obchodování.

Článek 5 stanoví povinnost členských států zajistit spravedlivé a rovné zacházení s akcionáři a přiměřenou ochranu zájmů společnosti a akcionářů, kteří nejsou držiteli akcií s násobným hlasovacím právem, a to zavedením vhodných ochranných opatření. Za tímto účelem stanoví článek 5 minimální úroveň harmonizace v souvislosti s ochrannými opatřeními tím, že vyžaduje, aby členské státy zavedly určitá ochranná opatření uvedená v tomto článku. Článek 5 uvádí rovněž další ochranná opatření, která mohou členské státy za tímto účelem uvážít.

Článek 6 stanoví požadavky na zpřístupňování informací pro společnosti, které přijaly strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, jež se uplatňují jak v okamžiku přijetí akcií společností k obchodování, tak poté opakovaně každý rok. To zahrnuje informace týkající se struktury základního kapitálu společnosti, charakteristik akcií s násobným hlasovacím právem a existence dalších mechanismů posilujících kontrolu ve společnosti.

Článek 7 obsahuje ustanovení o přezkumu této směrnice.

Článek 8 obsahuje ustanovení o provedení směrnice ve vnitrostátním právu.

Článek 9 obsahuje datum vstupu této směrnice v platnost.

Článek 10 stanoví, komu je tato směrnice určena.

Návrh

SMĚRNICE EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY

o strukturách zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem ve společnostech, které žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků

(Text s významem pro EHP)

EVROPSKÝ PARLAMENT A RADA EVROPSKÉ UNIE,

s ohledem na Smlouvu o fungování Evropské unie, a zejména na čl. 50 odst. 1 a odst. 2 písm. g) a článek 114 této smlouvy,

s ohledem na návrh Evropské komise,

po postoupení návrhu legislativního aktu vnitrostátním parlamentům,

s ohledem na stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru³⁸,

v souladu s řádným legislativním postupem,

vzhledem k těmto důvodům:

- (1) Ke zvýšení atraktivity trhů pro růst malých a středních podniků a ke snížení nerovností mezi společnostmi, které žádají o přijetí k obchodování na jednotném trhu, je nutné řešit překážky přístupu na tyto trhy, jež vyplývají z regulačních překážek. Společnosti by měly mít možnost zvolit si takové řídicí struktury, které nejlépe vyhovují jejich fázi rozvoje, včetně toho, že by ovládající akcionáři těchto společností měli mít možnost zachovat si kontrolu nad podnikem po vstupu na trhy pro růst malých a středních podniků a zároveň využívat výhod spojených s obchodováním na těchto trzích, pokud jsou i nadále chráněna práva menšinových akcionářů.
- (2) Obava ze ztráty kontroly nad společností je jednou z hlavních překážek, které ovládající akcionáře odrazují od vstupu na trhy pro růst malých a středních podniků. Přijetí akcií k obchodování obvykle znamená rozředění vlastnictví ovládajících akcionářů, čímž se snižuje jejich vliv na důležitá investiční a provozní rozhodnutí ve společnosti. Zachování kontroly nad společností může být důležité zejména pro začínající podniky a společnosti s dlouhodobými projekty, které vyžadují značné počáteční náklady, jelikož mohou chtít realizovat své vize, aniž by byly příliš vystaveny kolísání trhu.

³⁸ Úř. věst. C [...], [...], s. [...].

- (3) Struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem jsou účinným mechanismem, který ovládajícím akcionářům umožňuje zachovat si rozhodovací pravomoc ve společnosti a zároveň získat finanční prostředky od veřejnosti. Struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem jsou formou mechanismu posílení kontroly, který zahrnuje nejméně dva odlišné druhy akcií s různým počtem hlasovacích práv. V rámci těchto struktur má nejméně jeden druh akcií nižší váhu hlasovacích práv než jiný druh (nebo druhy) akcií s hlasovacími právy. Akcie s vyšším počtem hlasů je akcií s násobným hlasovacím právem.
- (4) Kromě struktur zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem existují i další mechanismy posílení kontroly, které umožňují zvýšit hlasovací práva. Tyto mechanismy mohou zahrnovat akcie bez hlasovacího práva, prioritní akcie bez hlasovacího práva a stropy hlasovacích práv. Tyto alternativní mechanismy posílení kontroly však mají pevnější nastavení a mohou omezit výši kapitálu, který může společnost v okamžiku přijetí k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků získat, a to proto, že jsou méně oddělena ekonomická a hlasovací práva.
- (5) Věrnostní akcie, stejně jako akcie s násobným hlasovacím právem, udělují akcionáři větší hlasovací práva. Akcionář může získat dodatečná hlasovací práva spojená s věrnostními akciemi, pokud drží akcie po stanovenou dobu a splňuje určité podmínky. Věrnostní akcie jsou mechanismy posilující kontrolu, jejichž cílem je spíše podpořit u akcionářů stabilnější, dlouhodobě orientované vlastnictví než zvýšit atraktivitu získávání finančních prostředků od veřejnosti. Není proto vhodné zahrnout do oblasti působnosti této směrnice věrnostní akcie.
- (6) Mezi vnitrostátními předpisy o akciích s násobným hlasovacím právem v jednotlivých členských státech existují značné rozdíly. Některé členské státy struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem povolují, zatímco jiné je zakazují. V některých členských státech je zákaz akcií s násobným hlasovacím právem omezen na veřejné společnosti, zatímco v jiných se vztahuje na všechny společnosti. Rozdíly ve vnitrostátních režimech vytvářejí překážky volného pohybu kapitálu na vnitřním trhu. Roztříštěnost právních předpisů navíc vytváří nerovné podmínky pro společnosti v různých členských státech. Společnosti v členském státě, který zakazuje struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, se musí přemístit do jiného členského státu či dokonce mimo Unii, pokud usilují o přijetí k obchodování s akciemi s násobným hlasovacím právem, a čelí tudíž vyšším nákladům. V některých případech se kvůli těmto vyšším nákladům mohou společnosti rozhodnout nezískávat finanční prostředky od veřejnosti, což může omezit jejich možnosti financování. Tyto aspekty jsou důležité zejména pro malé a střední podniky a začínající podniky, které nemají dostatek finančních prostředků na pokrytí těchto nákladů.
- (7) Členské státy by měly společně umožnit přijímání struktur s akciemi s násobným hlasovacím právem, aby mohly žádat o přijetí k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků, aniž by se jejich ovládající akcionáři museli vzdát kontroly. Zatímco přijetí k obchodování na regulovaných trzích je vhodnější pro větší a vyspělejší společnosti, trhy pro růst malých a středních podniků jsou obecně vhodnější pro malé a střední podniky. Trhy pro růst malých a středních podniků byly původně navrženy jako obchodní systémy určené pro malé a střední podniky s regulačním režimem, který zohledňuje zvláštnosti malých a středních podniků. Ne všechny společnosti, jejichž cenné papíry jsou kotovány na trzích pro růst malých a středních podniků, jsou však malými a středními podniky. Směrnice Evropského parlamentu a

Rady 2014/65/EU³⁹ vyžaduje, aby malé a střední podniky tvořily alespoň 50 % emitentů finančních nástrojů přijatých k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků. Společnosti jiné než malé a střední podniky mají obecně likvidnější cenné papíry, a proto jejich přijetí na trhy pro růst malých a středních podniků umožňuje těmto trhům generovat vyšší poplatky za obchodování, aby si udržely ziskovost svého obchodního modelu. Aby však byla zajištěna jasnost pro investory, vztahují se v současné době na všechny emitenty na trzích pro růst malých a středních podniků bez ohledu na jejich velikost stejná pravidla. Je proto vhodné, aby se zavedení práva přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem vztahovalo na všechny společnosti, které poprvé žádají o přijetí svých akcií na trh pro růst malých a středních podniků.

- (8) Členské státy by měly mít možnost zavést nebo ponechat v platnosti vnitrostátní předpisy, které společností umožňují přijmout tyto struktury pro jiné účely, než je první přijetí akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků. To zahrnuje možnost společností přijmout akcie s násobným hlasovacím právem v případě, že jsou již přijaty k obchodování, pokud žádají o přijetí v mnohostranném obchodním systému, který není registrován jako trh pro růst malých a středních podniků, nebo na regulovaném trhu, nebo zajištění toho, aby soukromé společnosti mohly přijmout akcie s násobným hlasovacím právem bez ohledu na to, zda mají v úmyslu požádat o přijetí svých akcií k obchodování. To může zahrnovat i případy, kdy společnosti přejdou z trhu pro růst malých a středních podniků na regulovaný trh, přičemž si ponechají akcie s násobným hlasovacím právem.
- (9) Společnosti mohou přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem prostřednictvím nové emise akcií nebo prostřednictvím jiného typu podnikové transakce, jako je konverze již vydaných akcií. Společnosti by měly mít možnost flexibilně zvolit nejvhodnější typ podnikové transakce, aby mohly přijmout strukturu akcií s násobným hlasovacím právem v souladu s vnitrostátními právními předpisy. Mimoto by společnosti měly mít možnost flexibilně rozhodnout o načasování přijetí struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, pokud tak učiní za účelem podání první žádosti o přijetí akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků. Členské státy by neměly bránit společností v přijetí struktur akcií s násobným hlasovacím právem v okamžiku před přijetím akcií k obchodování. Členské státy by však měly mít možnost stanovit, že výkon větších hlasovacích práv, která představují dodatečná hlasovací práva spojená s akciemi s násobným hlasovacím právem v porovnání s hlasovacími právy akcií jiných druhů, je podmíněn přijetím akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků v jednom nebo více členských státech. V takovém případě by akcie s násobným hlasovacím právem měly mít až do přijetí k obchodování stejná hlasovací práva jako ostatní druhy akcií společnosti. Tím by se zajistilo, že akcie s násobným hlasovacím právem budou konkrétně podporovat první přijetí k obchodování na trzích pro růst malých a středních podniků.
- (10) Vzhledem k menším hlasovacím právům neovládajících akcionářů ve společnosti v porovnání s jejich investicemi mohou struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem poskytovat ovládajícím akcionářům společnosti trvalou kontrolu, a tím vést k upevnění postavení ovládajícího akcionáře. To může zvýšit riziko, že

³⁹ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU ze dne 15. května 2014 o trzích finančních nástrojů a o změně směrnic 2002/92/ES a 2011/61/EU (Úř. věst. L 173, 12.6.2014, s. 349).

ovládající akcionáři získají z kontroly soukromé výhody. K odstranění těchto rizik by se na přijetí struktury s akciemi s násobným hlasovacím právem měla vztahovat ochranná opatření na ochranu menšinových akcionářů.

- (11) Členské státy, které povolují akcie s násobným hlasovacím právem, stanoví ochranná opatření na ochranu menšinových akcionářů a zájmů společnosti. Stávající ochranná opatření se však v jednotlivých členských státech liší v důsledku vnitrostátních specifik a rozdílných systémů práva obchodních společností. S ohledem na cíle vnitřního trhu stanovené zejména v čl. 50 odst. 2 písm. g) Smlouvy o fungování Evropské unie by členské státy měly ve svých vnitrostátních právních předpisech zajistit koordinovaný přístup ke strukturám zahrnujícím akcie s násobným hlasovacím právem s ohledem na ochranu zájmů menšinových akcionářů a společnosti. To zahrnuje ochranu před rozhodnutími, která způsobují rizika nebo nepříznivé důsledky pro lidská práva, změnu klimatu a životní prostředí. V rámci tohoto koordinovaného přístupu by všechny členské státy měly zajistit, aby každé rozhodnutí o přijetí struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem nebo o změně této struktury v případě, že má dopad na hlasovací práva, bylo přijato kvalifikovanou většinou na valné hromadě akcionářů. Členské státy by měly rovněž omezit váhu hlasů u akcií s násobným hlasovacím právem zavedením omezení buď z hlediska struktury s akciemi s násobným hlasovacím právem, nebo výkonu hlasovacích práv spojených s akciemi s násobným hlasovacím právem při přijímání určitých rozhodnutí. Omezení výkonu hlasovacích práv může být provedeno požadavkem, aby ke schválení kvalifikovanou většinou byla nutná kvalifikovaná většina hlasů odevzdaných na valné hromadě akcionářů i základního kapitálu zastoupeného na valné hromadě akcionářů.
- (12) Členské státy by měly mít možnost zavést v případě potřeby další ochranná opatření, aby byla zajištěna odpovídající ochrana zájmů menšinových akcionářů a zájmů společnosti. Členské státy by měly posoudit vhodnost dalších ochranných opatření s ohledem na jejich účinnost při ochraně zájmů menšinových akcionářů a dané společnosti a zároveň zajistit, aby ochranná opatření nenarušila účel struktur zahrnujících akcie s násobným hlasovacím právem, tj. možnost ovládajících akcionářů společnosti ovlivňovat důležitá rozhodnutí, včetně jmenování ředitelů.
- (13) Zveřejňování přesných, komplexních a včasných informací o emitentech posiluje důvěru investorů a umožňuje jim přijímat informovaná investiční rozhodnutí. Takové informované investiční rozhodování zvyšuje ochranu investorů i efektivnost trhu. Členské státy by proto měly vyžadovat, aby společnosti se strukturami zahrnujícími akcie s násobným hlasovacím právem zveřejňovaly podrobné informace o své struktuře akcií a systému správy a řízení společnosti jak v okamžiku přijetí k obchodování, tak i pravidelně ve výroční finanční zprávě. Tyto informace by měly uvádět, zda existují nějaká omezení držby cenných papírů, včetně toho, zda je k převodu cenných papírů nutný souhlas společnosti nebo ostatních držitelů cenných papírů. Měly by také uvádět, zda existují nějaká omezení hlasovacích práv, včetně omezení hlasovacích práv držitelů určitého procenta nebo počtu hlasů, lhůt pro výkon hlasovacích práv nebo systémů, v nichž jsou finanční práva spojená s cennými papíry oddělena od držby cenných papírů. Tyto společnosti by měly zveřejnit rovněž totožnost držitelů akcií s násobným hlasovacím právem, jakož i fyzických osob oprávněných vykonávat hlasovací práva jejich jménem a osob vykonávajících zvláštní kontrolní práva, aby pro investory jakožto osoby z řad široké veřejnosti zajistily transparentnost ohledně konečného vlastnictví a faktického vlivu na společnost. To by

investorům umožnilo činit informovaná rozhodnutí, čímž by se posílila jejich důvěra v dobře fungující kapitálové trhy.

- (14) Jelikož cílů této směrnice, totiž zvýšení možností financování pro podniky a zvýšení atraktivity trhů pro růst malých a středních podniků, nemůže být dosaženo uspokojivě a včas na úrovni členských států, ale spíše jich může být z důvodu rozsahu a účinků opatření účinněji a rychleji dosaženo na úrovni Unie, může Unie přijmout opatření v souladu se zásadou subsidiarity stanovenou v článku 5 Smlouvy o Evropské unii. V souladu se zásadou proporcionality stanovenou v uvedeném článku nepřekračuje tato směrnice rámec toho, co je nezbytné k dosažení těchto cílů.
- (15) Aby se zohlednil vývoj na trhu a vývoj v jiných oblastech práva Unie nebo zkušenosti členských států s provedením této směrnice, měla by Komise tuto směrnici pět let po jejím provedení ve vnitrostátním právu přezkoumat.
- (16) Členské státy se v souladu se společným politickým prohlášením členských států a Komise ze dne 28. září 2011 o informativních dokumentech⁴⁰ zavázaly, že v odůvodněných případech doplní oznámení o opatřeních přijatých za účelem provedení směrnice ve vnitrostátním právu o jeden či více dokumentů s informacemi o vztahu mezi jednotlivými složkami směrnice a příslušnými částmi vnitrostátních nástrojů přijatých za účelem provedení směrnice ve vnitrostátním právu. V případě této směrnice považuje normotvůrce předložení těchto dokumentů za odůvodněné.
- (17) Evropský inspektor ochrany údajů byl konzultován v souladu s čl. 42 odst. 1 nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/1725⁴¹ a vydal stanovisko dne [XX XX 2022/2023]⁴²,

PŘIJALY TUTO SMĚRNICI:

Článek 1

Předmět

Tato směrnice stanoví společná pravidla pro struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem ve společnostech, které žádají o přijetí svých akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků v jednom nebo více členských státech a jejichž akcie zatím nebyly přijaty k obchodování v žádném obchodním systému.

Článek 2

Definice

Pro účely této směrnice se použijí tyto definice:

⁴⁰ Úř. věst. C 369, 17.12.2011, s. 14.

⁴¹ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2018/1725 ze dne 23. října 2018 o ochraně fyzických osob v souvislosti se zpracováním osobních údajů orgány, institucemi a jinými subjekty Unie a o volném pohybu těchto údajů a o zrušení nařízení (ES) č. 45/2001 a rozhodnutí č. 1247/2002/ES (Text s významem pro EHP), (Úř. věst. L 295, 21.11.2018, s. 39).

⁴² [Úřad pro publikace: poznámka pod čarou, až bude k dispozici].

- a) „společností“ se rozumí právnická osoba založená jako jeden z typů společností uvedených v příloze I směrnice (EU) 2017/1132;
- b) „akciemi s násobným hlasovacím právem“ se rozumějí akcie náležející k odlišnému a samostatnému druhu, které mají větší hlasovací práva než jiný druh akcií s hlasovacími právy v záležitostech, o nichž se rozhoduje na valné hromadě akcionářů;
- c) „strukturou zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem“ se rozumí akciová struktura společnosti, která zahrnuje alespoň jeden druh akcií s násobným hlasovacím právem;
- d) „obchodním systémem“ se rozumí obchodní systém ve smyslu definice v čl. 4 odst. 1 bodě 24 směrnice 2014/65/EU;
- e) „trhem pro růst malých a středních podniků“ se rozumí trh pro růst malých a středních podniků ve smyslu definice v čl. 4 odst. 1 bodě 12 směrnice 2014/65/EU;
- f) „váženým poměrem hlasů“ se rozumí poměr hlasů spojených s akciemi s násobným hlasovacím právem a hlasů spojených s akciemi s nejnižším počtem hlasovacích práv.

Článek 3

Zavedení nebo zachování vnitrostátních předpisů o akciích s násobným hlasovacím právem

Členské státy mohou zavést nebo ponechat v platnosti vnitrostátní předpisy, které společností umožňují přijmout struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem v situacích, na něž se tato směrnice nevztahuje.

Článek 4

Přijetí struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem

1. Členské státy zajistí, aby společnosti, které nemají akcie přijaté k obchodování v obchodním systému, měly právo přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem za účelem přijetí akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků v jednom nebo více členských státech. Členské státy nebrání přijetí akcií společností k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků z toho důvodu, že společnost přijala strukturazahrnující akcie s násobným hlasovacím právem.
2. Právo uvedené v odstavci 1 zahrnuje právo přijmout strukturu zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem v době před podáním žádosti o přijetí akcií k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků.

3. Členské státy mohou podmínit výkon větších hlasovacích práv spojených s akciemi s násobným hlasovacím právem přijetím akcí k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků v jednom nebo více členských státech.

Článek 5

Opatření na ochranu spravedlivého a nediskriminačního zacházení s akcionáři společnosti

1. Členské státy zajistí spravedlivé a nediskriminační zacházení s akcionáři, jakož i přiměřenou ochranu zájmů akcionářů, kteří nevlastní akcie s násobným hlasovacím právem, a zájmů společnosti prostřednictvím vhodných ochranných opatření. Za tímto účelem členské státy učiní všechny tyto kroky:

- a) zajistí, aby rozhodnutí společnosti o přijetí struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem a jakékoli následné rozhodnutí o změně struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem, které má vliv na hlasovací práva, bylo přijato valnou hromadou akcionářů této společnosti a schváleno kvalifikovanou většinou, jak je stanoveno ve vnitrostátním právu.

Pro účely tohoto ustanovení platí, že pokud existuje více druhů akcií, podléhají tato rozhodnutí rovněž samostatnému hlasování u každého druhu akcionářů, jejichž práva jsou dotčena;

- b) omezí dopad váhy hlasů u akcií s násobným hlasovacím právem na výkon práv ostatních akcionářů, zejména během valných hromad, a to zavedením jedné z následujících možností:
- i) maximální vážený poměr hlasů a požadavek na maximální procentní podíl na upsaném základním kapitálu s výjimkou vlastních akcií nabytých společnostmi, který může celkový počet akcií s násobným hlasovacím právem představovat;
- ii) omezení výkonu větších hlasovacích práv spojených s akciemi s násobným hlasovacím právem na hlasování o záležitostech, o nichž se rozhoduje na valné hromadě akcionářů a které vyžadují schválení kvalifikovanou většinou.

2. Členské státy mohou stanovit další ochranná opatření, aby byla zajištěna přiměřená ochrana akcionářů a zájmů společnosti. Tato ochranná opatření mohou zahrnovat zejména:

- a) ustanovení, které zabrání tomu, aby větší hlasovací práva spojená s akciemi s násobným hlasovacím právem byla převedena na třetí osoby nebo aby dále existovala v případě, že dojde k úmrtí, nezpůsobilosti nebo odchodu původního držitele akcií s násobným hlasovacím právem do důchodu (ustanovení o pozbytí platnosti na základě převodu);
- b) ustanovení, které zamezí tomu, aby větší hlasovací práva spojená s akciemi s násobným hlasovacím právem existovala i po uplynutí stanovené doby (ustanovení o pozbytí platnosti na základě uplynutí určité doby);

- c) ustanovení, které zamezí tomu, aby větší hlasovací práva spojená s akciemi s násobným hlasovacím právem existovala i po výskytu určité události (ustanovení o pozbytí platnosti na základě události);
- d) požadavek na zajištění toho, aby větší hlasovací práva nemohla být využita k zablokování přijetí rozhodnutí valné hromady akcionářů, jež mají předcházet nepříznivým dopadům činnosti společnosti na lidská práva a životní prostředí, tyto dopady snížit nebo je odstranit.

Článek 6

Transparentnost

1. Členské státy zajistí, aby společnosti se strukturami zahrnujícími akcie s násobným hlasovacím právem, jejichž akcie jsou nebo mají být obchodovány na trhu pro růst malých a středních podniků, zveřejnily v [unijním emisním dokumentu pro růst uvedeném v článku 15a] nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129⁴³ nebo v přijímacím dokumentu uvedeném v čl. 33 odst. 3 písm. c) směrnice (EU) 2014/65/EU a ve výroční finanční zprávě společnosti uvedené v čl. 78 odst. 2 písm. g) nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565⁴⁴ podrobné informace o všech těchto skutečnostech:
 - a) struktura jejich kapitálu, včetně cenných papírů, které nejsou přijaty k obchodování na trhu pro růst malých a středních podniků v členském státě, s uvedením různých druhů akcií a pro každý druh akcií práva a povinnosti spojené s tímto druhem a procentní podíl na celkovém základním kapitálu a celkových hlasovacích právech, který tento druh představuje;
 - b) veškerá omezení převodu cenných papírů, včetně dohod mezi akcionáři, které jsou společnosti známy a které by mohly vést k omezení převodu cenných papírů;
 - c) totožnost držitelů cenných papírů se zvláštními kontrolními právy a popis těchto práv;
 - d) veškerá omezení hlasovacích práv, včetně dohod mezi akcionáři, které jsou společnosti známy a které by mohly vést k omezení hlasovacích práv;
 - e) totožnost akcionářů, kteří vlastní akcie s násobným hlasovacím právem, a případně fyzické nebo právnické osoby oprávněné vykonávat hlasovací práva jménem těchto akcionářů.
2. Pokud jsou držitelé akcií s násobným hlasovacím právem nebo osoby oprávněné vykonávat hlasovací práva jejich jménem nebo držitelé cenných papírů se zvláštními

⁴³ Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) 2017/1129 ze dne 14. června 2017 o prospektu, který má být uveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu, a o zrušení směrnice 2003/71/ES (Úř. věst. L 168, 30.6.2017, s. 12).

⁴⁴ Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2017/565 ze dne 25. dubna 2016, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2014/65/EU, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice (Úř. věst. L 87, 31.3.2017, s. 1).

kontrolními právy fyzickými osobami, vyžaduje se při zveřejnění jejich totožnosti pouze uveřejnění jejich jména.

Článek 7

Přezkum

Do [pěti let od vstupu v platnost] předloží Komise Evropskému parlamentu a Radě zprávu o provedení a účincích této směrnice. Za tímto účelem poskytnou členské státy Komisi do [čtyři roky po vstupu v platnost] informace zejména o těchto skutečnostech:

- a) počet společností přijatých k obchodování s akciemi s násobným hlasovacím právem;
- b) odvětví, v němž společnosti uvedené v písmenu a) působí, a příslušnou kapitalizaci v okamžiku emise;
- c) opatření na ochranu investorů uplatňovaná společnostmi uvedenými v písmenu a) s ohledem na struktury zahrnující akcie s násobným hlasovacím právem.

Článek 8

Provedení ve vnitrostátním právu

1. Členské státy uvedou v účinnost právní a správní předpisy nezbytné pro dosažení souladu s touto směrnicí do dvou let ode dne vstupu této směrnice v platnost. Neprodleně o nich uvědomí Komisi. Tato opatření přijatá členskými státy musí obsahovat odkaz na tuto směrnicí nebo musí být takový odkaz učiněn při jejich úředním vyhlášení. Způsob odkazu si stanoví členské státy.
2. Členské státy sdělí Komisi znění hlavních ustanovení vnitrostátních právních předpisů, které přijmou v oblasti působnosti této směrnice.

Článek 9

Vstup v platnost

Tato směrnice vstupuje v platnost dvacátým dnem po vyhlášení v *Úředním věstníku Evropské unie*.

Článek 10

Určení

Tato směrnice je určena členskými státy.

V Bruselu dne

*Za Evropský parlament
předseda/předsedkyně
[...]*

*Za Radu
předseda/předsedkyně
[...]*