

## NOVI PRISTUP UREĐENJU DIONICA S VIŠESTRUKIM PRAVOM GLASA

Izv. prof. dr. sc. Antonija Zubović\*

UDK 347.72.034

<https://doi.org/10.30925/zpfsr.46.1.4>

Ur.: 16. prosinca 2024.

Pr.: 25. veljače 2025.

Prethodno priopćenje

### Sažetak

*U radu se analiziraju odredbe Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa, koju su države članice dužne prenijeti u nacionalna zakonodavstva do 5. prosinca 2026. godine. Poseban osvrt daje se na rješenja usvojena u njemačkom, francuskom i talijanskom pravu u kojima je dopušteno izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. Odstupanje Njemačke od dugo usvojenog načela proporcionalnosti, dopuštanjem izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa 2023. godine, iznenadilo je druge države članice EU-a, budući da je smatrana primjerom beskompromisne zabrane struktura dionica s višestrukim pravom glasa. Talijanski zakonodavac dopustio je izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa još 2014. godine, a francuski 2019. godine. Potaknuti zbivanjima na tržištu kapitala, i talijanski i francuski zakonodavci mijenjaju regulatorni okvir 2024. godine, kojim u većoj mjeri dopuštaju primjenu dionica s višestrukim pravom glasa. U hrvatskom zakonodavstvu zabranjeno je izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. To stajalište izmijenit će se prenošenjem Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u nacionalno zakonodavstvo, što će predstavljati značajnu izmjenu u hrvatskom pravu društava.*

**Ključne riječi:** *Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa; dionice s višestrukim pravom glasa; strukture dionica s višestrukim pravom glasa; multilateralna trgovinska platforma; mala i srednja poduzeća.*

### 1. UVOD

Mala i srednja poduzeća (u daljnjem tekstu: MSP-ovi) imaju značajnu ulogu u gospodarstvu Europske unije (u daljnjem tekstu: EU), što dokazuje podatak da je u EU-u približno 25 milijuna MSP-ova koji zapošljavaju oko 100 milijuna ljudi te

\* Dr. sc. Antonija Zubović, izvanredna profesorica, Sveučilište u Rijeci, Pravni fakultet; antonija.zubovic@pravni.uniri.hr. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8238-3495>.

ostvaruju više od polovine europskog BDP-a.<sup>1</sup> Oni čine 99,8 % poduzetnika u EU-u<sup>2</sup> i kao okosnica europskog gospodarstva trebaju dobar pristup financijskim tržištima. U RH mikro, mala i srednja poduzeća činila su na kraju 2020. godine najveći udio (99,7 %) u strukturi svih poduzeća.<sup>3</sup>

Budući da se više od 50 % MSP-ova u EU-u oslanja na bankovne kredite kao primarni izvor financiranja, dok je manje od 5 % europskih MSP-ova prikupilo financijska sredstva na tržištu kapitala,<sup>4</sup> EU aktivno pokušava povećati privlačnost tržišta kapitala za njih. Polazi se od toga da ako im se omogući prilagođeniji i širi pristup financiranju ti će poduzetnici moći brže rasti, što će pozitivno utjecati i na zapošljavanje u EU-u. Međutim, poduzetnici se trenutačno moraju pridržavati različitih regulatornih zahtjeva u postupku uvrštenja i u različitim fazama uvrštenja, što se odražava u stagnaciji broja uvrštenih MSP-ova na tržištima kapitala u Europi. U 2023. godini globalne količine inicijalnih javnih ponuda vrijednosnih papira (IPO-a) pale su za 8 % na godišnjoj razini. U Europi je ukupna količina IPO-a pala za trećinu (35 %).<sup>5</sup>

Europska komisija predstavila je paket prijedloga (*Listing Act Package*) za jačanje Unije tržišta kapitala kojim se nastoji potaknuti društva na uvrštenje kroz smanjivanje regulatornog opterećenja, čime im se omogućava pristup kapitalu i diverzifikacija izvora financiranja.<sup>6</sup> Međutim, mnogi poduzetnici nisu uvrstili svoje dionice na tržište kapitala zbog straha od gubitka kontrole ulaskom novih dioničara u dioničarsku strukturu. Upravo je taj strah od gubitka kontrole uočen kao odvracajući čimbenik za dioničare s kontrolnim udjelom u pristupu tržištu kapitala. Stoga je predloženi paket mjera sadržavao Prijedlog direktive kojom se dopušta usvajanje strukture dionica s višestrukim pravom glasa društvima koja traže

- 1 *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – An SME Strategy for a Sustainable and Digital Europe*, pristup 15. rujna 2024., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2020%3A103%3AFIN>.
- 2 *Annual Report on European SMEs 2022/2023*, pristup 19. listopada 2024., <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC134336>.
- 3 *Izješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2022.*, pristup 10. listopada 2024., <https://www.cepor.hr/publikacijepolicy-dokumentiprezentacije/izvjescje-o-malim-i-srednjim-poduzecima/>.
- 4 *European Parliamentary Research Service, 2023. Listing Act*, pristup 15. listopada 2024., [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS\\_BRI\(2023\)747111\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf).
- 5 *Global trading, „A Moment of Transition“ – EU Listing Act Goes Live*, pristup 23. studenoga 2024., <https://www.globaltrading.net/a-moment-of-transition-eu-listing-act-goes-live/>.
- 6 Kako bi se to postiglo, stavljena su tri prijedloga. Prvim se prijedlogom mijenja Direktiva 2014/65 o tržištu financijskih instrumenata (MiFID II) i stavlja izvan snage Direktiva 2001/34 o uvrštenju vrijednosnih papira u službeni kotaciju burze te o informacijama koje treba objaviti o tim vrijednosnim papirima. Drugim se prijedlogom mijenja Uredba EU 2017/1129 o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu, Uredba EU 596/2014 o zlouporabi tržišta i Uredba 600/2014 o tržištima financijskih instrumenata (MiFIR). Treći prijedlog odnosi se na prijedlog Direktive o strukturi dionica s višestrukim pravom glasa u MSP-ovima koji traže ulazak na rastuće tržište MSP-ova.

pristup rastućem tržištu MSP-ova.<sup>7</sup> Cilj je takvog pristupa bio omogućiti izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa uz istodobno prikupljanje sredstava na tržištu kapitala. Riječ je o mehanizmu kojim se odstupa od načela „jedna dionica – jedan glas“ (u daljnjem tekstu: načelo proporcionalnosti), a koji je prepoznat kao jedan od učinkovitih mehanizama za jačanje kontrole u društvu.<sup>8</sup> U postupku donošenja direktive Europski parlament, Europska komisija i Vijeće imali su različita stajališta, što je dovelo do toga da se usvojeni tekst direktive u bitnome razlikuje od stavljenog Prijedloga direktive. Promijenjen je i naziv direktive u Direktivu o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u društvima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na MTP-u<sup>9</sup> (u daljnjem tekstu: Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa).

Do sada su države članice imale različite pristupe uređenju dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>10</sup> Na svjetskoj razini, prema izvješću OECD-a, broj pravnih poredaka koji dopuštaju izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa ubrzano raste, gdje se iznosi podatak da među ispitivanim pravnim porecima u 2023. godini, 55 % dopušta dionice s višestrukim pravom glasa, dok ih 31 % izričito zabranjuje, za razliku od 2021. godine kada su dionice s višestrukim pravom glasa bile dopuštene u 44 % i izričito zabranjene u 40 % ispitivanih pravnih poredaka.<sup>11</sup>

U radu se analiziraju odredbe Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa koju su države članice dužne prenijeti u nacionalna zakonodavstva do 5. prosinca 2026. godine. Poseban osvrt u radu daje se na rješenja usvojena u njemačkom, francuskom i talijanskom zakonodavstvu. Odstupanje Njemačke od dugo usvojenog načela proporcionalnosti dopuštanjem izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa 2023. godine, iznenadilo je druge države članice EU-a, budući da je smatrana primjerom beskompromisne zabrane struktura dionica s višestrukim pravom glasa. S druge strane, talijanski zakonodavac, koji je bio potaknut zbivanjima na tržištu kapitala, dopustio je izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa još 2014. godine, uz izmjene iz 2024. godine. Francuski zakonodavac dopustio je izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa 2019. godine za neuvrštena društva. Regulatorni okvir mijenja se 2024. godine i dopušta se izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa

7 Prijedlog direktive Europskog parlamenta i Vijeća o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, COM(2022) 761 final, 2022/0406 (COD), 7.12.2022. (u daljnjem tekstu: Prijedlog direktive).

8 Načelo „jedna dionica – jedan glas“ polazi od toga da dioničarima koji drže jednak udio u temeljnom kapitalu društva treba dati jednako pravo glasa i time im omogućiti jednak utjecaj na donošenje ključnih odluka u društvu. Antonija Zubović, *Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom* (Zagreb: Pravni fakultet, 2012.), 158.

9 Direktiva (EU) 2024/2810 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2024. o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u društvima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP-u), SL L 2024/2810, 14.11.2024. (u daljnjem tekstu: Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa).

10 *Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report*, pristup 10. listopada 2024., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022SC0762>.

11 *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, pristup 26. studenoga 2024., [https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023\\_6d912314-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023_6d912314-en.html).

i uvrštenim društvima. U hrvatskom je zakonodavstvu zabranjeno izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. To će se stajalište izmijeniti prenošenjem Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u hrvatsko zakonodavstvo, što će predstavljati značajnu izmjenu u hrvatskom pravu društava.

## **2. POVIJESNI RAZVOJ REGULATORNOG OKVIRA ZA DIONICE S VIŠESTRUKIM PRAVOM GLASA**

Nacrti Pete direktive o strukturi javnih dioničkih društava iz 1972., 1983., 1990. i 1991. godine izričito su propisivali da prava glasa moraju biti razmjerna udjelu u temeljnom kapitalu. Nacrti SE Uredbe iz 1970., 1975., 1989. i 1991. godine čak su izričito zauzeli stajalište da su dionice s višestrukim pravima glasa zabranjene. Nakon rasprave oko usvajanja dionica s višestrukim pravom glasa u postupku donošenja Direktive o ponudama za preuzimanje,<sup>12</sup> Europska komisija u akcijskom planu iz 2003. godine objavila je namjeru preispitivanja primjene načela proporcionalnosti.<sup>13</sup> U istraživanju objavljenom 2007. godine navodi se podatak o postojanju 13 mehanizama odstupanja od načela proporcionalnosti.<sup>14</sup> Međutim, zaključeno je da nema potrebe za bilo kakvim zakonodavnim djelovanjem na razini EU-a.<sup>15</sup>

U siječnju 2018. godine Direktivom MiFID II uvedena je nova kategorija MTP-ova, pod nazivom rastuća tržišta MSP-ova, kako bi se potaknuo ulazak MSP-ova na tržišta kapitala. Uredbom iz 2019. godine nastojala su se smanjiti regulatorna opterećenja za poduzeća uvrštena na rastućim tržištima MSP-ova, uz istodobno očuvanje visoke razine zaštite ulagatelja i integriteta tržišta.<sup>16</sup> Međutim, unatoč uvedenim promjenama, uočeno je da su potrebne dodatne regulatorne mjere kako bi postupak uvrštenja bio lakši, jednostavniji i fleksibilniji za izdavatelje, posebno za MSP-ove.<sup>17</sup>

U novom akcijskom planu za Uniju tržišta kapitala donesenom u rujnu 2020. godine najavljeno je da će Europska komisija „u cilju promicanja i diverzifikacije pristupa financiranju za mala i inovativna poduzeća“ nastojati pojednostaviti propise

12 Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, SL L 142, 30.4.2004.

13 *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*, pristup 15. listopada 2024., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52003DC0284>.

14 *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*, pristup 10. studenoga 2024., <https://www.ecgi.global/projects/one-share-one-vote>.

15 *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, pristup 10. listopada 2024., [https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia\\_carried\\_out/docs/ia\\_2007/sec\\_2007\\_1705\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf).

16 Uredba (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive 2014/65/EU te uređaba (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta MSP-ova, SL L 320, 11.12.2019.

17 *Empowering EU Capital Markets- Making Listing Cool again Final Report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs*, pristup 15. studenoga 2024., <https://ssrn.com/abstract=3858732>.

o uvrštenju na tržište kapitala. Europska komisija usvojila je prijedlog Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa 7. prosinca 2022. godine<sup>18</sup> kao dio Akta o uvrštenju, paketa kojim u potpunosti mijenja svoje prethodno stajalište o načelu proporcionalnosti.

Europski parlament predložio je veliku reviziju izvornog prijedloga Europske komisije. Europski gospodarski i socijalni odbor u svojem je mišljenju istaknuo da većina globalnih financijskih centara nudi mogućnost izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa te je EU-u potreban usklađeni pristup kako bi išao ukorak s globalnim kretanjima.<sup>19</sup> Odbor za ekonomska i monetarna pitanja predložio je proširenje polja primjene Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa i na uređena tržišta,<sup>20</sup> što je podržao i Odbor za pravna pitanja.<sup>21</sup> Međutim, tome su se oštro usprotivile određene države članice.<sup>22</sup> Nakon što se nakratko činilo da bi projekt mogao propasti, pokrenut je postupak pregovaranja – trijalog s ciljem raspravljanja različitih stajališta Europskog parlamenta i Vijeća. Ukratko, stajalište Vijeća favoriziralo je zadržavanje uskog polja primjene i ograničenja na tržište MSP-ova dok je Europski parlament zauzeo suprotno stajalište, tražeći najširi mogući opseg primjene, uključujući uređeno tržište, kao i MTP-ova uz stroge obvezne zaštitne mjere, kao što je najveći množitelj glasačkih prava između dva i 12 te ograničenje broja dionica s višestrukim pravom glasa koje društvo može izdati.<sup>23</sup> Tako je prijedlog koji je prvenstveno imao karakter „otvaranja vrata“ sada značajno proširio polje primjene, ali sa znatno strožim zahtjevima. Podrška i prihvaćanje Direktive među interesnim skupinama u nekoliko država članica, primjerice u Švedskoj, Finskoj i Danskoj, pretvorili su se u potpuno odbacivanje.<sup>24</sup> Odbor stalnih predstavnika vlada država članica EU-a (Coreper) 14. veljače 2024. potvrdio je tekst Direktive koji je dogovoren tijekom postupka pregovaranja u trijalogu.<sup>25</sup> Privremeni sporazum proširio je polje primjene Direktive kako bi uključio više tržišta, a ne samo rastuća tržišta MSP-ova, definira zaštitne mjere za ulagatelje koji ulažu u društva koja su usvojila strukturu dionica s višestrukim pravom glasa i uspostavlja potrebna pravila

18 Prijedlog direktive Europskog parlamenta i Vijeća o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, COM(2022) 761 final, 2022/0406 (COD), 7.12.2022.

19 *Opinion of the European Economic and Social Committee*, pristup 10. listopada 2024., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C\\_.2023.184.01.0071.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2023%3A184%3ATOC](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AOJ.C_.2023.184.01.0071.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2023%3A184%3ATOC).

20 *Committee on Economic and Monetary Affairs*, pristup 10. studenoga 2024., [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-749139\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-749139_EN.pdf).

21 *Opinion of the Committee on Legal Affairs*, pristup 10. studenoga 2024., [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300\\_EN.html#\\_section2](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300_EN.html#_section2).

22 Jesper Lau Hansen, „A Harmonising Step Too Far – A Comment on the Proposal for a Directive on Multiple-Voting Rights in SME“, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, br. 1 (2023): 1-14.

23 *Council of the European Union*, pristup 5. studenoga 2024., [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST\\_15371\\_2023\\_INIT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_15371_2023_INIT).

24 Jesper Lau Hansen i Apostolos Thomadakis, „Why Harmonising Multiple Voting Rights for SMEs May Be a Bad Idea“, *ECMI Policy Brief*, br. 36 (2023).

25 *Council of the European Union*, pristup 15. studenoga 2024., <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6524-2024-INIT/en/pdf>.

transparentnosti.

Europski parlament usvojio je 24. travnja 2024. godine s 353 glasova za, 118 protiv i 114 suzdržanih glasova Direktivu o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>26</sup> Vijeće je Direktivu usvojilo 8. listopada 2024. godine.<sup>27</sup> Objavljena je u Službenom listu EU-a 14. studenoga 2024., a države članice dužne su je prenijeti u nacionalna zakonodavstva do 5. prosinca 2026. godine. Države članice dužne su do 5. prosinca 2027. godine dostaviti Europskoj komisiji informacije: a) o broju društava sa strukturom dionica s višestrukim pravom glasa koja su uvrštena za trgovanje na svakom MTP-u i uređenom tržištu u državi članici do 4. prosinca 2026. godine ili na taj datum i b) o broju društva uvrštenih za trgovanje na svakom MTP-u i uređenom tržištu u državi članici nakon tog datuma, sektoru u kojem su ta društva poslovala i njihovoj kapitalizaciji u trenutku uvrštenja za trgovanje te mjerama za zaštitu ulagatelja koje ta društva primjenjuju u odnosu na strukture dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>28</sup>

### **3. DIREKTIVA O STRUKTURAMA DIONICA S VIŠESTRUKIM PRAVOM GLASA**

#### **3.1. Polje primjene Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa**

U prijedlogu Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa, polje njezine primjene bilo je prilično usko postavljeno.<sup>29</sup> Direktiva se trebala primjenjivati samo na strukture dionica s višestrukim pravom glasa u društvima koja traže uvrštenje svojih dionica u trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova u jednoj ili više država članica i čije dionice još nisu uvrštene za trgovanje ni na jednom mjestu trgovanja.<sup>30</sup> Europski parlament zauzeo je drugačije stajalište kojim je obuhvatio ne samo uvrštenje dionica za trgovanje na svim MTP-ovima, već i na uređenim tržištima. Na kraju je postignut kompromis prema kojem su obuhvaćeni svi MTP-ovi, uključujući i rastuća tržišta MSP-ova.

Za razliku od Prijedloga direktive u kojem su poljem primjene bila obuhvaćena samo društva navedena u prilogu I. Direktive 2017/1132,<sup>31</sup> usvojena Direktiva obuhvaća sva društva navedena u prilogu II. Direktive 2017/1132, a riječ je o društvima koja prema nacionalnom pravu mogu izdavati dionice i tražiti uvrštenje

26 *European Parliament*, pristup 2. prosinca 2024., <https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/en/sda-vote-result?sdald=60648>.

27 *Council of the EU*, pristup 14. listopada 2024., <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/10/08/sme-financing-council-adopts-the-multiple-vote-share-structures-directive/>.

28 Čl. 6. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.

29 Jessica J. Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive (MVRD) – Comeback of Multiple Voting Rights with the Listing Act“, *ECCML Working Papers*, br. 1 (2024): 3.

30 Čl. 1. Prijedloga direktive.

31 Direktiva (EU) 2017/1132 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava, SL L 169, 30.6.2017.

svojih dionica na MTP-u.<sup>32</sup>

Direktiva se primjenjuje samo na dionice s višestrukim pravom glasa (engl. *multiple-vote share*) koje su definirane kao dionice koje pripadaju posebnom rodu dionica te daju više glasova po dionici od nekog drugog roda dionica s pravom glasa u pitanjima o kojima se odlučuje na glavnoj skupštini (čl. 2. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa). Dakle, riječ je o dionicama koje za isti udio u temeljnom kapitalu daju više glasačkih prava. Struktura dionica s višestrukim pravom glasa (engl. *multiple-vote share structure*) u smislu Direktive označava strukturu dionica u društvu s najmanje jednim rodod dionica s višestrukim pravom glasa. Posljedično tome, društvo koje primjenjuje takvu strukturu dionica s višestrukim pravom glasa imalo bi različite rodove dionica.

U pravu trgovačkih društava treba razlikovati „strukturu dionica s višestrukim pravom glasa“ od „strukture dionica s dva roda dionica“ (engl. *dual-class shares structures*). Tamo gdje su dopuštene strukture dionica s višestrukim pravom glasa, društvo ne bi bilo ograničeno na izdavanje samo dva roda dionica, već može imati tri ili više rodova dionica. Dovoljno je da postoji jedan rod dionica s višestrukim pravom glasa. Direktiva se stoga ne bavi samo klasičnim „strukturama dionica s dva roda dionica“, već i strukturama dionica u kojima bi moglo postojati nekoliko različitih rodova dionica s višestrukim pravom glasa. Nasuprot tome, dionice vjernosti (engl. *loyalty shares*)<sup>33</sup> i drugi mehanizmi jačanja kontrole, kao što su dionice bez prava glasa (engl. *non-voting shares*) izričito su isključeni iz polja primjene Direktive.<sup>34</sup>

### **3.2. Pretpostavke za uvođenje ili izmjenu strukture dionica s višestrukim pravom glasa**

Direktiva zahtijeva od država članica da dopuste društvima koja nemaju dionice koje su već uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu ili MTP-u usvajanje strukture dionica s višestrukim pravom glasa. Ta društva mogu usvojiti strukturu dionica s višestrukim pravom glasa ili izmijeniti postojeću strukturu dionica u strukturu dionica s višestrukim pravom glasa radi ulaska njihovih dionica u trgovanje na MTP-u (čl. 3. st. 1. i čl. 3. st. 5. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa).

Društvo može usvojiti strukturu dionica s višestrukim pravom glasa prije nego što zatraži uvrštenje svojih dionica za trgovanje na MTP-u (čl. 3. st. 2. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa), a investicijska društva i tržišni operateri koji upravljaju MTP-om ne smiju spriječiti uvrštenje na temelju toga što je društvo usvojilo strukturu dionica s višestrukim pravom glasa (čl. 3. st. 4. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa). Međutim, države članice mogu uvjetovati izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa uvrštenjem dionica

32 Čl. 2. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.

33 Dionice vjernosti su mehanizam za jačanje kontrole u društvu, ali služe drugoj svrsi. One daju dodatan broj glasova dioničaru koji drži dionice tijekom određenog razdoblja i ispunjava određene uvjete. One su stoga mehanizam za jačanje kontrole osmišljen kako bi se potaknulo dugoročno držanje dionica, a ne kako bi se povećala atraktivnost prikupljanja sredstava na tržištu kapitala.

34 T. 5. i 6. preambule Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.

za trgovanje na MTP-u (čl. 3. st. 3. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa) i tako osigurati da se dionice s višestrukim pravom glasa posebno koriste za promicanje pristupa trgovanju na MTP-u. U tom bi slučaju dionice s višestrukim pravom glasa trebale do uvrštenja na MTP-u davati jednaka prava glasa kao i drugi rodovi dionica.<sup>35</sup> Stoga, države članice i dalje mogu zabraniti ili ograničiti strukture dionica s višestrukim pravom glasa u druge svrhe osim ulaska u trgovanje na MTP-u. S druge strane, izričito je zabranjeno uvjetovati usvajanje strukture dionica s višestrukim pravom glasa davanjem povećanih imovinskih prava za dionice bez većih prava glasa (čl. 3. st. 1. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa).

Budući da je Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa direktiva minimalne harmonizacije te da zahtijeva dopuštanje struktura dionica s višestrukim pravom glasa samo u usko ograničenom opsegu (ulazak u trgovanje na MTP-u), države članice imaju slobodu da u većoj mjeri dopuste strukture dionica s višestrukim pravom glasa. Primjerice, mogu ih dopustiti pri traženju uvrštenja za trgovanje na uređenom tržištu ili općenito omogućiti društvima da mogu uvesti ili izmijeniti takve strukture dionica bez namjere zatražiti uvrštenje svojih dionica na tržište kapitala. To bi isto tako uključivalo i slučajeve u kojima društva prelaze s MTP-a na uređeno tržište, ali pri tome zadržavaju strukture dionica s višestrukim pravom glasa (t. 10. preambule Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa).

Direktiva se izričito ne bavi pitanjem moraju li strukture dionica s višestrukim pravom glasa biti dopuštene samo za dionice na ime ili i za dionice na donositelja. S jedne strane, to bi se moglo shvatiti na način da tamo gdje pravni sustav države članice daje mogućnost izdavanja i dionica na ime i dionica na donositelja, ta država članica mora dopustiti strukturu dionica s višestrukim pravom glasa unutar okvira određenog Direktivom za obje vrste dionica.<sup>36</sup> Međutim, sveukupni dizajn i njezina geneza sugeriraju da Direktiva u konačnici zahtijeva samo da društva mogu uvesti strukturu dionica s višestrukim pravom glasa kako bi tražila ulazak u trgovanje na MTP-u. Tome u prilog govori i definicija pojma „trgovačko društvo“ u odredbi čl. 2.a Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa, kojim se upućuje na nacionalno pravo. Osim toga, u svjetlu činjenice da nova Uredba o sprječavanju pranja novca<sup>37</sup> od 31. svibnja 2024. godine, značajno ograničava dionice na donositelja (vidi čl. 79. st. 3. Uredbe o sprječavanju pranja novca), bilo bi potpuno paradoksalno da je Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa propisala izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa za dionice na donositelja.<sup>38</sup>

Budući da usvajanje struktura dionica s višestrukim pravom glasa obično zahtijeva izmjenu statuta, Direktiva propisuje da odluku o uvođenju strukture

35 T. 12. preambule Direktive.

36 Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive“, 4.

37 Uredba (EU) 2024/1624 Europskog parlamenta i Vijeća od 31. svibnja 2024. o sprečavanju korištenja financijskog sustava u svrhu pranja novca ili financiranja terorizma, SL L, 2024/1624, 19.6.2024.

38 Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive“, 4.



dionica s višestrukim pravom glasa donosi glavna skupština, koja mora biti donesena najmanje kvalificiranom većinom koja se određuje nacionalnim pravom (čl. 3. st. 1., čl. 3. st. 5. i čl. 4. st. 1.a Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa). Osim toga, ako postoji nekoliko rodova dionica, odluka o usvajanju strukture dionica s višestrukim pravom glasa također će biti predmet posebnog glasovanja unutar svakog roda dionica na čija se prava utječe. Smatra se da odluka utječe na rod dionica ako negativno utječe na prava dioničara koji drže dionice toga roda.<sup>39</sup>

### ***3.3. Zaštita dioničara koji ne drže dionice s višestrukim pravom glasa***

S obzirom na negativne posljedice povezane uz dionice s višestrukim pravom glasa, dioničarima koji ne drže takve dionice potrebno je pružiti odgovarajuću zaštitu. U usvojenom tekstu Direktive, zaštita tih dioničara osigurana je na način da države članice trebaju osigurati da se odluka društva o izmjeni strukture dionica s višestrukim pravom glasa, koja utječe na glasačka prava iz dionica, donosi na glavnoj skupštini barem kvalificiranom većinom, kako je propisano u nacionalnom pravu, te da ta odluka podliježe posebnom glasovanju unutar svakog roda dionica na čija prava ona utječe.

Daljnja zaštita dioničara pruža se ograničavanjem utjecaja dionica s višestrukim pravom glasa na postupak donošenja odluka na glavnoj skupštini, tako da države članice mogu uvesti barem jedan od sljedećih mehanizama. One mogu odrediti ili maksimalni omjer između broja glasova koje daju dionice s višestrukim pravom glasa u odnosu na broj glasova koje daju dionice s manje glasačkih prava, ostavljajući njihovu vrijednost diskrecijskoj odluci država članica ili usvojiti posebna pravila za odluke koje se donose kvalificiranom većinom (čl. 4. st. 1. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa). U pogledu određivanja maksimalnog omjera između broja glasova koje daju dionice s višestrukim pravom glasa u odnosu na broj glasova koje daju dionice s manje glasačkih prava, Europski parlament predložio je omjer između 1:2 i 1:12. Međutim, konačno usvojeni tekst Direktive to ne predviđa, stoga su države članice potpuno slobodne u određivanju maksimalnog omjera glasova.

Druga je alternativa određivanje strožih zahtjeva za odluke glavne skupštine koje se donose kvalificiranom većinom danih glasova propisanom u nacionalnom pravu. U tom pogledu države članice opet imaju izbor između dvije mogućnosti: uz kvalificiranu većinu danih glasova, mogu zahtijevati ili 1.) kvalificiranu većinu temeljnog kapitala zastupljenog na skupštini ili broja zastupljenih dionica na glavnoj skupštini ili 2.) posebno glasovanje unutar svakog roda dionica na čija prava te odluke utječu. Nacionalnim zakonodavcima prepušta se da odrede visinu kvalificirane većine.

Navodi se da, s jedne strane, ovaj zahtjev eventualno „dvostruke“ kvalificirane većine osigurava visok standard zaštite. U doktrini se ističe da je radi osiguravanja dobrog korporativnog upravljanja, čl. 4. st. 1.b Direktive o strukturama dionica s

39 T. 14. preambule Direktive.

višestrukim pravom glasa trebao sadržavati konkretnija kvantitativna ograničenja.<sup>40</sup> Međutim, budući da je izričito propisan samo minimalni standard, države članice mogu nametnuti strože zahtjeve.

Direktiva izričito isključuje mogućnost korištenja višestrukih prava glasa kod donošenja dviju vrsta odluka: a) odluka o imenovanju i razrješenju članova administrativnih, upravljačkih i nadzornih tijela društva te b) operativnih odluka koje trebaju donijeti takva tijela, a koje se podnose na odobrenje glavnoj skupštini. Osim kod donošenja ovih dviju vrsta odluka, države članice mogu dopustiti neograničeno korištenje višestrukih prava glasa.

Prema čl. 4. st. 2. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa dopušta se državama članicama propisati dodatne zaštitne mjere kako bi se osigurala odgovarajuća zaštita interesa dioničara koji ne drže dionice s višestrukim pravom glasa. Direktiva navodi primjere triju različitih vrsta klauzula o vremenskom ograničenju (engl. *sunset clause*): a) klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti na temelju prijenosa (engl. *transfer-based sunset clause*) u čijem slučaju višestruka glasačka prava prestaju prijenosom dionica s višestrukim pravom glasa trećim osobama u slučaju smrti, gubitka sposobnosti ili umirovljenja prvotnog imatelja dionica, b) klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti (engl. *time-based sunset clause*) u čijem slučaju višestruka prava glasa prestaju istekom određenog razdoblja i c) klauzula o vremenskom ograničenju valjanosti na temelju događaja (engl. *event-based sunset clause*) u čijem slučaju višestruka prava glasa prestaju nastupom određenog događaja. U fazi analize Prijedloga direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa RH je smatrala kako je navođenje klauzula o vremenskom ograničenju suvišno i kako ih treba, kao primjere, premjestiti u uvodne izjave, s obzirom na to da su one opcionalne za države članice.<sup>41</sup>

U doktrini se postavilo pitanje učinkovitosti klauzula o prestanku višestrukih prava glasa, posebno kada se radi o dugoročnim ulaganjima i poslovnim projektima.<sup>42</sup> U pogledu prestanka valjanosti na temelju prijenosa ističe se da ovo pravilo u načelu odgovara cilju privlačenja određenih osoba u društvo kroz mogućnost držanja dionica s višestrukim pravom glasa. Međutim, postavlja se pitanje kako ograničiti krug osoba, odnosno je li opravdano da višestruko pravo glasa prestane sa svakim prijenosom. To je osobito naglašeno u obiteljskim društvima kada će osnivači htjeti uključiti svoje potomke u društvo, primjerice određivanjem nasljednika koji će voditi društvo u istom osnivačkom duhu, a automatski prestanak prava prijenosom to bi mu onemogućio. Ako bi se zauzelo stajalište da o posljedicama prijenosa odlučuju sami dioničari, to bi se u konačnici moglo svesti na općenito odobravanje dionica s višestrukim pravom glasa, što ne bi bilo opravdano s obzirom na interese dioničara koji ne drže dionice s višestrukim pravom glasa, a kojima je potrebno pružiti

40 Susanne Kalss, „Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts“, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 187, br. 4 (2023): 438-486.

41 Hrvatski sabor, *Odbor za europske poslove*, pristup 30. studenoga 2024., <https://edoc.sabor.hr/DocumentView.aspx?entid=2030726>.

42 Klaus J. Hopt i Susanne Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe – A Comparative Law and Economic Analysis“, *ECGI Law Working Paper*, br. 786 (2024): 51.

odgovarajuću zaštitu.<sup>43</sup>

Europska komisija i Europski parlament povezali su zaštitne mjere sa ESG ciljevima. U nacrtu Komisije to je bilo ograničeno na način da države članice mogu propisati da se povećana glasačka prava ne mogu koristiti za blokiranje donošenja odluka na glavnoj skupštini, a koje imaju za cilj sprječavanje, smanjenje ili uklanjanje negativnih učinaka na ljudska prava i okoliš u vezi s poslovanjem društva.<sup>44</sup> Europski parlament išao je mnogo dalje zahtijevajući da se korištenje povećanih prava glasa iz dionica s višestrukim pravom glasa isključi u slučaju odluka koje su predložili manjinski dioničari, posebno za pitanja koja se odnose na utjecaj poslovanja društva na ljudska prava i okoliš.<sup>45</sup> U doktrini se ističe da bi oba prijedloga bila vrlo problematična jer u konačnici nema odluke koja na neki način ne bi bila povezana s utjecajem aktivnosti društva na ljudska prava i okoliš. Višestruka glasačka prava time bi bila značajno obezvrijeđena.<sup>46</sup> Uključivanje je takvih ograničenja kritizirano i naposljetku je izbačeno iz konačnog teksta usvojene Direktive. Ipak, relikv se ovih nastojanja još uvijek može pronaći u t. 19. preambule Direktive, iako je to ograničeno na puku izjavu namjere.

### **3.4. Obveza objavljivanja podataka**

Direktiva nameće obvezu objavljivanja podataka kako bi ulagatelji mogli donijeti informiranu odluku o ulaganju u društvo koje je usvojilo strukturu dionica s višestrukim pravom glasa te kako bi se osigurali učinkovitost i povjerenje u funkcioniranje tržišta kapitala u cjelini.

Kada je riječ o društvima koja su usvojila strukturu dionica s višestrukim pravom glasa čijim će se dionicama trgovati ili se već trguje na rastućem tržištu MSP-ova ili na MTP-u koji nije registriran kao rastuće tržište MSP-ova, nakon uvrštenja trebaju objavljivati propisane informacije u prospektu iz čl. 6. Uredbe o prospektu,<sup>47</sup> prospektu EU-a o izdanjima za rast iz čl. 15.a iste Uredbe, ili dokumentu o uvrštenju iz čl. 33. Direktive MiFID II, ovisno o tome koji dokument društvo objavi,<sup>48</sup> odnosno u slučaju kada se dionicama trguje na MTP-u koji nije registriran kao rastuće tržište MSP-ova u bilo kojem dokumentu o uvrštenju koji je obavezan u skladu s nacionalnim pravom ili pravilima relevantnog MTP-a, ako društvo objavljuje takav prospekt ili dokument.<sup>49</sup>

U slučaju bilo kakvih promjena podataka koje je društvo dužno objaviti nakon uvrštenja u trgovanje, društva moraju objaviti te podatke u godišnjem financijskom

43 Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 52.

44 Čl. 5. st. 2.d Prijedloga direktive.

45 *European Parliament*, pristup 10. listopada 2024., [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300_EN.html).

46 Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive“, 7.

47 Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na urednom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ, SL L 168, 30.6.2017.

48 Čl. 5. st. 1. Direktive.

49 Čl. 5. st. 2. Direktive.

izvještaju u skladu s čl. 78. st. 2.g Delegirane Uredbe (EU) 2017/565<sup>50</sup> (ako se njihovim dionicama trguje na rastućem tržištu MSP-ova) ili u bilo kojem godišnjem financijskom izvještaju koji se zahtijeva nacionalnim pravom (ako se njihovim dionicama trguje na MTP-u koje nije registrirano kao rastuće tržište MSP-ova).<sup>51</sup> Time se osigurava da dioničari, ulagatelji i tržište budu obaviješteni ako dođe do promjena u odnosu na informacije navedene u čl. 5. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa nakon uvrštenja u trgovanje.

Odredbom čl. 5. st. 3. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa izričito se propisuju informacije koje je društvo dužno objaviti. Tako je društvo dužno objaviti detaljne informacije o strukturi dionica društva, s naznakom različitih rodova dionica, uključujući dionice koje nisu uvrštene za trgovanje. Za svaki rod dionica treba objaviti podatke o pravima i obvezama povezanim s dionicama tog roda, postotku ukupnog temeljnog kapitala ili ukupnog broja dionica koje dionice tog roda predstavljaju i podatke o ukupnom broju glasova koje dionice tog roda predstavljaju. Nadalje treba objaviti informacije o svim ograničenjima prijenosa dionica, kao i o svim ograničenjima glasačkih prava povezanim s dionicama, uključujući sporazume dioničara koji su poznati društvu i koji bi mogli dovesti do takvih ograničenja. Osim toga, potrebno je objaviti podatke o identitetu dioničara koji drže dionice s višestrukim pravom glasa. Nacrt Europske komisije to je zahtijevao za sve dioničare koji drže dionice s višestrukim pravom glasa.<sup>52</sup> To je bila posebno osjetljiva točka u postupku donošenja Direktive i na nju je kritički gledao ne samo Europski nadzornik za zaštitu podataka (engl. *European Data Protection Supervisor* - EDPS),<sup>53</sup> nego i mnoge države članice, uključujući i RH.<sup>54</sup> Stoga je zahtjev za objavom sada ograničen na dioničare koji drže dionice s višestrukim pravom glasa koje predstavljaju više od 5 % glasačkih prava svih dionica društva pod uvjetom da je identitet dotičnog dioničara poznat društvu. Kao i u Prijedlogu direktive, identitet fizičke ili pravne osobe koja ima pravo ostvarivati pravo glasa u ime tih dioničara, ako je to primjenjivo, također mora biti objavljen. Ako su dioničari ili osobe koje imaju pravo ostvarivanja glasačkih prava u njihovo ime fizičke osobe, moraju se navesti samo njihova imena. Dakle, svatko tko želi osigurati kontrolu nad društvom držanjem paketa dionica s višestrukim pravom glasa, ubuduće će to moći učiniti samo uz cijenu otkrivanja svojeg identiteta. To se čini prikladnim s obzirom na to da su, u slučaju društava uvrštenih na uređeno tržište, udjeli od 5 % ili više glasačkih prava godinama podlijegali zahtjevima za objavu podataka<sup>55</sup> te da države članice

50 Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te Direktive, SL L 87, 31.3.2017.

51 Čl. 5. st. 1. i 2. Direktive.

52 Čl. 6. st. 1.e Prijedloga direktive.

53 *EDPS Opinion 4/2023*, pristup 26. studenoga 2024. [https://www.edps.europa.eu/data-protection/our-work/publications/opinions/2023-02-06-edps-opinion-directive-european-parliament-and-council-multiple-vote-share-structures-companies-seek-admission-trading-their-shares-sme\\_en](https://www.edps.europa.eu/data-protection/our-work/publications/opinions/2023-02-06-edps-opinion-directive-european-parliament-and-council-multiple-vote-share-structures-companies-seek-admission-trading-their-shares-sme_en).

54 *Hrvatski sabor, Odbor za europske poslove*.

55 Direktiva 2004/109/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju

moгу postaviti čak i niži prag za objavljivanje podataka.

S ciljem postizanja potpune i učinkovite transparentnosti, investicijska društva i tržišni operatori koji upravljaju MTP-om trebaju jasno navesti (identificirati) dionice društva sa strukturama dionica s višestrukim pravom glasa (čl. 5. st. 4. Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa). To bi se moglo postići primjerice dodavanjem oznake (engl. *marker*) kojom se koriste tržišni operatori ili investicijska društva koji upravljaju MTP-om u oznaku dionica takvih društava. Kako bi se osigurala dosljedna usklađenost, Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) trebala bi do 5. prosinca 2025. godine izraditi nacrt regulatornih tehničkih standarda, uzimajući u obzir utvrđene tržišne standarde i dobre prakse. U tom bi nacrtu regulatornih tehničkih standarda trebalo samo utvrditi navođenje takvih dionica, a ne bi se trebalo doticati nacionalnih sustava za klasifikaciju dionica. Također društva koja su usvojila strukturu dionica s višestrukim pravom glasa moraju u skladu s navedenim regulatornim tehničkim standardima obavijestiti relevantna investicijska društva i tržišne operatere o postojanju struktura dionica s višestrukim pravom glasa. U doktrini se ističe da se takva „oznaka“ dionica s višestrukim pravom glasa čini dobrom idejom kako bi se osiguralo da svi sudionici na tržištu mogu brzo, jednostavno i pouzdano identificirati takve strukture. Tada svatko može za sebe odlučiti hoće li ovu „oznaku dionica s višestrukim pravom glasa“ doživljavati kao „signal upozorenja“ ili kao „žig izvrsnosti“.<sup>56</sup>

#### **4. RJEŠENJA USVOJENA U POREDBENIM PRAVNIM SUSTAVIMA**

U preambuli Direktive naglašava se postojanje značajnih razlika u usvojenim normativnim rješenjima država članica o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>57</sup> Neke države članice dopuštaju strukture dionica s višestrukim pravom glasa, dok ih druge zabranjuju. Među državama članicama koje dopuštaju njihovo usvajanje uočavaju se značajne razlike koje se primarno očituju u razini slobode odlučivanja i u propisanim zaštitnim mjerama.<sup>58</sup>

U skupinu država koje u velikoj mjeri odobravaju strukture dionica s višestrukim pravom glasa ubrajaju se skandinavske države, Nizozemska i Švicarska. U Švedskoj 80 % svih uvrštenih društava izdaju dionice s višestrukim pravom glasa.<sup>59</sup> U Finskoj, kao i u Danskoj, dionice s višestrukim pravom glasa dopuštene su bez ograničenja.

U drugu skupinu zemalja ubrajaju se države s liberalnim režimom za neuvrštena društva i jasnim ograničenjima za uvrštena društva. Države koje zabranjuju izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa u uvrštenim društvima, ali ih dopuštaju u

---

zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, SL L 390/38, 15.12.2004.

56 Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive“, 11.

57 T. 7. preambule Direktive.

58 Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 24.

59 Erik Lidman i Rolf Skog, „London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Comment“, *Journal of Corporate Law Studies* 22, br. 1 (2021): 25.

društvima čije dionice ne kotiraju na burzi su: Slovačka, Poljska, Luksemburg, Italija. Unutar skupine država koje dopuštaju izdavanje dionica vjernosti u uvrštenim društvima su: Francuska, Belgija, Španjolska i Italija.<sup>60</sup>

U treću skupinu ubrajaju se države koje zabranjuju izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. Tu spadaju Austrija, Grčka, Bugarska i Hrvatska. U ovu je skupinu država članica EU-a spadala i Njemačka do 2023. godine kada je promijenila regulatorni okvir i dopustila izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa.

#### **4.1. Uređenje dionica s višestrukim pravom glasa u njemačkom zakonodavstvu**

Njemačka je onemogućila izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa 1998. godine odredbama KonTraG-a.<sup>61</sup> Međutim, svoje je stajalište značajno izmijenila donošenjem Zakona o budućem financiranju (ZuFinG) 2023. godine,<sup>62</sup> dopustivši izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. Reakcije su bile podijeljene – od onih koji su zagovarali usvajanje struktura dionica s višestrukim pravom glasa,<sup>63</sup> preko onih koji su bili za usvajanje novog regulatornog pristupa, ali uz određene kritike,<sup>64</sup> do onih koji su se tome oštro protivili.<sup>65</sup>

ZuFinG dopušta izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa za sva dionička društva, komanditna društva na dionice i europska dionička društva (AG, KGaA i SE) bez obzira na to jesu li uvrstili svoje dionice na tržište kapitala (čl. 12. rečenica 2., čl. 135.a st. 1. rečenica 1. AktG-a).<sup>66</sup> Dovoljno je da u statutu usvoje mogućnost njihovog izdavanja.<sup>67</sup> Dakle, njemački zakonodavac daje mogućnost izdavanja dionica s višestrukim pravom glasa i onim društvima koja nisu uvrstila svoje dionice, kao i onima koji su već uvrstili svoje dionice na tržište kapitala. Odluka glavne skupštine o izdavanju dionica s višestrukim pravom glasa može se donijeti

60 Za detaljniji pregled vidjeti više u: Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 19-20.

61 *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), BGBl. I, 786 od 5. ožujka 1998.

62 *Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen* (*Zukunftsfinanzierungsgesetz - ZuFinG*), BGBl. I Nr. 354 od 14. prosinca 2023.

63 Deutscher Anwaltverein, Die Deutsche Kreditwirtschaft, Deutsches Aktieninstitut, Deutsche Börse Group, Association of Financial Markets in Europe, Verband der Chemischen Industrie, Start-up Verband. Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 35.

64 Bundesverband der Wertpapierfirmen, Institut der Wirtschaftsprüfer, Deutsche Gesellschaft des Steuer und Gesellschaftsrecht, Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.

65 Deutscher Gewerkschaftsbund, Bundesverband Investment und Asset Management, Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Transparency International Deutschland, Initiative Minderheitsaktionäre, Deutscher Notarverein.

66 *Aktiengesetz*, BGBl. I S. 1089; zuletzt geändert durch Artikel 18 G. BGBl. 2024 I Nr. 323 od 23. listopada 2024.

67 Čl. 135.a st. 1. rečenica 1. AktG-a. Odluka glavne skupštine o izmjeni statuta donosi se glasovima koji predstavljaju najmanje 3/4 temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini pri donošenju odluke. Statutom se može odrediti da je za to potrebna veća većina, a može se zahtijevati i ispunjenje dodatnih pretpostavki.

uz suglasnost svih „pogođenih“ dioničara (njem. *aller betroffenen Aktionäre*).<sup>68</sup> Isto tako, ako bi izmjenom statuta došlo do promjene dotadašnjeg odnosa među rodovima dionica na štetu nekoga roda dionica, tada je za donošenje odluke potrebna suglasnost dioničara onoga roda dionica na čiju se štetu treba izmijeniti statut. Ti dioničari daju suglasnost u obliku posebne odluke.<sup>69</sup>

Dionice s višestrukim pravom glasa u njemačkom pravu predstavljaju poseban rod dionica.<sup>70</sup> Bilo bi dopušteno izdavati više različitih rodova dionica s višestrukim pravom glasa, ali za njihovo usvajanje bit će potrebna posebna odluka svakog roda dionica. Njemački zakonodavac zauzima izričito stajalište da, ako je uprava ovlaštena na povećanje temeljnog kapitala kroz institut odobrenog temeljnog kapitala, u toj ovlasti ne može biti predviđeno da uprava izdaje dionice s višestrukim pravom glasa.<sup>71</sup>

U skladu s čl. 135.a st. 1. rečenica 1. AktG-a višestruka prava glasa dopuštena su samo za dionice na ime. Ističe se da transparentnost u pogledu samog postojanja dionica s višestrukim pravom glasa nije dovoljna, već mora biti transparentno i tko ih drži.<sup>72</sup> Ako društvo izdaje dionice s višestrukim pravom glasa, popis sudionika na glavnoj skupštini mora sadržavati broj glasačkih prava koji pripadaju svakome od njih.<sup>73</sup>

Njemački zakonodavac ne propisuje ukupni iznos temeljnog kapitala koji se odnosi na dionice s višestrukim pravom glasa. To bi društvo moglo propisati statutom.<sup>74</sup> Također ne propisuje držanje minimalnog postotka udjela u temeljnom kapitalu za dodjelu prava na stjecanje dionica s višestrukim pravom glasa, primjerice da samo dioničari koji drže određeni udio u temeljnom kapitalu mogu stjecati dionice s višestrukim pravom glasa.

Najvažnije ograničenje struktura dionica s višestrukim pravom glasa, kojim se štite ostali dioničari društva, jest ograničenje višestrukih prava glasa na određeni množitelj glasačkih prava. Njemački zakon predviđa množitelj od 10 puta.<sup>75</sup> Ovo ograničenje glasačke snage znači da dioničar s višestrukim pravom glasa koji drži oko 10 % (točnije 9,09 %) dionica, od kojih svaka ima deset puta više glasova, može postići običnu većinu.<sup>76</sup> Kako bi se postigla kvalificirana većina, primjerice tročetvrtinska većina, dioničar s višestrukim pravom glasa mora imati oko 25 %

68 Čl. 135.a st. 1. rečenica 3. AktG-a glasi: „*Ein Beschluss der Hauptversammlung zur Ausstattung oder Ausgabe von Aktien mit Mehrstimmrechten bedarf der Zustimmung aller betroffenen Aktionäre.*“ Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 44., koji ističu da je ovo prikladno rješenje.

69 Čl. 179. st. 3. AktG-a.

70 Čl. 135.a st. 2. rečenice 6.-8. AktG-a.

71 Čl. 202. st. 1. rečenica 2. AktG-a.

72 Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 42-43. Schmidt, „The Multiple Voting Rights Directive“, 4-5.

73 Čl. 129. st. 1. rečenica 2. AktG-a.

74 Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 47.

75 Čl. 135.a st. 1. rečenica 2. AktG-a.

76 10 % dionica koje daju deset puta više glasova na glavnoj skupštini daju 100 glasova. Preostalih 90 % dionica daju 90 glasova. Dakle, na glavnoj skupštini je ukupno 190 glasova. 10 % dionica s višestrukim pravom glasa daju 52,63 % glasova na glavnoj skupštini (100/190).

dionica.<sup>77</sup>

U pogledu vremenskog ograničenja korištenja dionica s višestrukim pravom glasa, njemački zakon propisuje različita pravila za uvrštena društva te društva čije su dionice uključene u OTC trgovanje i za neuvrštena društva.<sup>78</sup> Vremensko ograničenje propisano je samo za uvrštena društva (njem. *börsennotierten Gesellschaften*) i društva čije su dionice uključene u OTC trgovanje. Kod tih društava višestruko pravo glasa prestaje u slučaju prijenosa dionice, bez obzira na to jesu li dionice prodane ili prenesene po sili zakona, primjerice nasljeđivanjem.

Drugo ograničenje koje je propisano jest da višestruka prava glasa prestaju važiti najkasnije 10 godina nakon uvrštenja dionica na burzu ili uvrštenja dionica u OTC trgovanje, osim ako statutom nije predviđen kraći rok. Taj se rok može statutom jednokratno produžiti za vrijeme do 10 godina. Dioničari s višestrukim pravom glasa o produljenju glasuju na način da jedna dionica daje jedan glas i odluka se donosi većinom od najmanje 3/4 temeljnog kapitala zastupljenog na glavnoj skupštini prilikom donošenja odluke. Statutom se može odrediti i veća većina. Ako postoji više rodova dionica s pravom glasa, za valjanost odluke zahtijeva se suglasnost dioničara svakog roda dionica. Dioničari svakog roda dionica moraju donijeti posebnu odluku. Odluka o produženju može se donijeti najranije godinu dana prije isteka roka od 10 godina od uvrštenja. Hopt i Kalss ističu da kada bi donošenje te odluke bilo dopušteno odmah nakon njezina usvajanja ili čak ranije, odluka bi bila „zacementirana“, pri čemu bi bilo isključeno razmatranje kasnijih okolnosti zbog kojih bi produljenje moglo izgledati neekonomično. Međutim, u pogledu uvrštenih društava, osobito obiteljskih društava, zagovaraju stajalište da bi njima bilo razumno dopustiti da se višestruko glasačko pravo produži više od jednom na razdoblja od po deset godina.<sup>79</sup>

AktG ograničava ostvarivanje višestrukih prava glasa u dva slučaja: kod donošenja odluke o imenovanju revizora i odluke o imenovanju posebnog revizora. Odredbom čl. 135.a st. 4. AktG-a izričito je propisano da kod donošenja tih odluka dionice s višestrukim pravom glasa daju samo jedan glas. Statutom se mogu propisati dodatna ograničenja.<sup>80</sup>

#### **4.2. Uređenje dionica s višestrukim pravom glasa u francuskom zakonodavstvu**

Francuska tradicionalno dopušta izdavanje dionica vjernosti dioničarima uvrštenih društava koji drže dionice na ime najmanje dvije godine, čime stječu dvostruko pravo glasa u društvu. To se pravo priznaje još od 1933. godine. S ciljem poticanja dugoročnog držanja dionica 2014. godine usvojen je *Florange Act*<sup>81</sup> koji

77 25 % dionica koje daju deset puta više glasova na glavnoj skupštini daju 250 glasova. Preostalih 75 % dionica daju 75 glasova, što znači da na glavnoj skupštini ima ukupno 325 glasova, pri čemu udio dionica koje daju dionice s višestrukim pravom glasa (250 glasova) predstavlja 76,92 % glasova.

78 Čl. 48. i 48.a BörsG-a, čl. 135.a st. 2. rečenica 1. AktG-a.

79 Hopt i Kalss, „Multiple-Voting Shares in Europe“, 57.

80 Čl. 135.a st. 3. AktG-a.

81 *Loi no 2014-384 du 29 mars 2014 visant a reconquerir l'economie réelle*, Journal officiel de la



značajno mijenja regulatorni okvir za dionice vjernosti na način da se dioničaru, koji drži dionice najmanje 24 mjeseca dodjeljuje dvostruko pravo glasa, osim ako bi to društvo izričito isključilo odlukom dioničara koja se donosi većinom od 2/3 glasova na glavnoj skupštini.

Za razliku od dionica vjernosti, Francuska je zabranila uvođenje dionica s višestrukim pravom glasa 1930. te ukinula sve prethodne režime prava višestrukog glasovanja 1933. godine.<sup>82</sup> Stav se zakonodavca mijenja 2019. godine te se daje mogućnost neuvrštenim društvima da pored dionica vjernosti statutom usvoje strukture dionica s višestrukim pravom glasa (*Loi Pacte*).<sup>83</sup> *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris* predložio je 2022. godine da se dionice s višestrukim pravom glasa dopuste u društvima čije dionice kotiraju na uređenom tržištu ili MTP-u i uz postojanje dionica vjernosti.<sup>84</sup>

Francuski zakonodavac prihvatio je ovaj prijedlog i u lipnju 2024. godine donio zakon kojim se dopuštaju dionice s višestrukim pravom glasa (fr. *actions de préférence*) kod prvog uvrštenja dionica društva na uređeno tržište ili MTP.<sup>85</sup> Dakle, ovim pravom nisu obuhvaćena društva čije su dionice već uvrštene na uređeno tržište ili MTP. Ove dionice se mogu dati samo jednoj ili više imenovanih osoba (fr. *personnes nommément désignées*). Množitelj prava glasa u slučaju uvrštenja na MTP-u ne može premašiti 25 i mora biti cijeli broj (novi čl. L. 22-10-46-1.-I *Code de commerce*), dok je kod uvrštenja na uređeno tržište izdavatelj slobodan izdati dionice s neograničenim brojem prava glasa.

Novi režim također predviđa klauzulu o ograničenju trajanja višestrukih prava glasa na 10 godina, s mogućim jednokratnim produljenjem za dodatnih pet godina o čemu se može odlučiti većinom glasova dioničara koji drže redovne dionice, s time da u glasovanju ne sudjeluju dioničari koji drže dionice s višestrukim pravom glasa.<sup>86</sup> Daljnje je ograničenje propisano za slučaj prijenosa dionica s višestrukim pravom glasa, bilo *inter vivos* ili nakon smrti, kao i kod promjene kontrole u pravnoj osobi koja je dioničar. U tim se slučajevima pretvaraju u redovne dionice, koje mogu dati najviše dvostruko pravo glasa (novi čl. L. 22-10-46-1.-III *Code de commerce*).

Kod donošenja odluka o imenovanju revizora, odobrenju godišnjih financijskih izvještaja, izmjeni statuta osim u slučaju povećanja temeljnog kapitala, odobrenju transakcija između povezanih osoba i isplati naknada te dionice daju pravo na samo jedan glas.<sup>87</sup> U svrhu osiguranja transparentnosti zakon propisuje obvezu objave

---

Republique Francaise, br. 0077. Čl L.225-123 *Code de commerce*.

82 Alain Pietrancosta, „Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse“, *Bulletin Joly Sociétés*, br. 201q7 (2023): 63-76.

83 *Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*, Journal officiel de la République Française, br. 0119 od 23. svibnja 2019.

84 *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*, pristup 10. studenoga 2024., [https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport\\_50\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport_50_f.pdf).

85 *Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*, Journal officiel de la République Française, br. 0138 od 14. srpnja 2024, kojim se mijenja *Code de commerce* i dodaje čl. L. 22-10-46-1.

86 Ako bi oni glasovali odluka bi bila ništetna. Novi čl. L. 22-10-46-1-II *Code de commerce*.

87 Čl. L. 22-10-46-1.-IV *Code de commerce*.

podataka koji se odnose na broj i trajanje dionica s višestrukim pravom glasa, identitet korisnika navedenih dionica, kao i prava glasa koja im pripadaju.<sup>88</sup>

### 4.3. Uređenje dionica s višestrukim pravom glasa u talijanskom zakonodavstvu

Talijanski je zakonodavac dopustio izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa (tal. *azioni con diritto di voto plurimo*) još 2014. godine<sup>89</sup> odredbom čl. 2351. st. 4. Građanskog zakonika, ali samo za društva čije dionice ne kotiraju na uređenom tržištu (tal. *mercato regolamentato*). Odredbom čl. 127-sexies st. 1. Konsolidiranog zakona o financijama (TUF), koji je donesen u isto vrijeme, zabranjeno je izdavanje takvih dionica društvima koja su uvrstila dionice na uređeno tržište.<sup>90</sup> To je dovelo do različitog regulatornog okvira za društva koja su uvrstila svoje dionice na uređeno tržište od društava koja to nisu učinila. Društvima koja su uvrstila dionice na uređeno tržište bilo je dopušteno izdavanje dionica vjernosti (tal. *azioni con voto maggiorato*), dok je društvima koja nisu uvrstila svoje dionice na uređeno tržište bilo dopušteno izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa. Ako bi društvo koje izdaje dionice s višestrukim pravom glasa, uvrstilo svoje vrijednosne papire na uređeno tržište tada bi postojeće dionice s višestrukim pravom glasa zadržale svoja svojstva i prava koja iz njih proizlaze. Osim ako statut nije propisivao drugačije, društva su mogla izdati nove dionice s višestrukim pravom glasa, u slučaju povećanja temeljnog kapitala u skladu s čl. 2442. Građanskog zakonika, kao i kod postupaka spajanja ili podjele (tal.  *fusione o scissione*), pod uvjetom da omjer glasačkih prava između različitih rodova dionica ostane nepromijenjen.<sup>91</sup> U tim se slučajevima statutom nisu mogla propisati daljnja povećanja prava glasa u korist pojedinih rodova dionica niti prema čl. 127-quinquies TUF-a koji uređuje dionice vjernosti.

Građanski zakonik iz 2014. godine je odredbom čl. 2351. st. 4. za dionice s višestrukim pravom glasa ograničavao broj dodatnih glasova na tri po dionici. Za razliku od dionica vjernosti, dionice s višestrukim pravom glasa predstavljaju poseban rod dionica, na koji se primjenjuju sva pravila koja se primjenjuju na rodove dionica, uključujući zasebno glasovanje svakog posebnog roda dionica.<sup>92</sup> Posljedično, društvo može izdati različite rodove dionica s višestrukim pravom glasa s različitim pravima glasa (npr. jedan s dva glasa po dionici i jedan s tri glasa po dionici). Nije dopušteno istovremeno izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa i dionica vjernosti. U slučaju dionica s višestrukim pravom glasa, glasovi se vežu uz dionice i prenosivi su na druge ulagatelje. Dakle, dioničar može, zajedno s predmetnim dionicama, prenijeti i kontrolu koju drži zahvaljujući višestrukim glasovima.

88 Čl. L. 22-10-46-IV *Code de commerce*.

89 *Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 91*, Gazzetta Ufficiale, br. 144.

90 Čl. 127-sexies st. 2. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* (TUF), *Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998*, Gazzetta Ufficiale, br. 58.

91 Čl. 2442., *Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116*, Gazzetta Ufficiale, br. 192 od 20. kolovoza 2014., čl. 127-sexies st. 2. TUF-a.

92 Marco Ventrizzo, „The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat“, *ECGI Law Working Paper*, br. 288 (2015): 16.

Unatoč mogućnostima koje su dane još 2014. godine, nastavio se trend napuštanja talijanskog tržišta kapitala, što je dovelo do potrebe razmatranja izmjene postojećeg regulatornog okvira.<sup>93</sup> Talijanski je zakonodavac Zakonom od 5. ožujka 2024. godine, koji je stupio na snagu 27. ožujka 2024. godine<sup>94</sup> izmijenio članak 2351. st. 4. Građanskog zakonika kako bi se omogućilo povećanje broja glasova koje daju dionice s višestrukim pravom glasa s tri glasa na 10, pod uvjetom da je takva mogućnost propisana statutom društva. Druge su odredbe ostale nepromijenjene. Zadržan je raniji režim kojim se izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa dopušta samo društvima koja nisu uvrstila dionice na uređeno tržište,<sup>95</sup> s time da je i dalje dana mogućnost zadržavanja dionica s višestrukim pravom glasa onim društvima koja su prije uvrštenja izdala takve dionice. Ostala je na snazi i odredba prema kojoj se mogu izdavati nove dionice s višestrukim pravom glasa s istim pravima kao i one koje su već izdane, ali samo u izričito propisanim slučajevima u čl. 127-sexies st. 2. TUF-a. Kao i prema ranijem uređenju, društvo bi moglo izdati različite rodove dionica s višestrukim pravom glasa.

Izmijenjen je i regulatorni okvir za dionice vjernosti.<sup>96</sup> Prema ranijem uređenju bilo je moguće statutom usvojiti izdavanje dionica vjernosti koje daju dvostruko pravo glasa, ako je to propisano u statutima uvrštenih društava i ako se dionice drže u neprekidnom razdoblju duljem od 24 mjeseca. Zakon od 27. ožujka 2024. godine zadržava režim dionica vjernosti za uvrštena društva (čl. 127-quinquies st. 1. TUF-a), no Zakon sada dopušta da se i svakoj dionici dodijeli dodatni glas svake godine nakon prve dvije godine, do najviše 10 glasova po dionici (čl. 127-quinquies st. 2. TUF-a). Treba istaknuti da to pravo ne stječu dioničari automatizmom po isteku perioda od dvije godine, već to pravo treba biti predviđeno statutom gdje će se definirati i najveći broj glasova koji može ići do maksimalnog broja od 10 glasova po dionici.

Usvojeni pravni okvir sprječava uvođenje dionica s višestrukim pravom glasa samo društvima koja su već uvrštena na uređeno tržište, a nisu prije uvrštenja izdala dionice s višestrukim pravom glasa. U pogledu društava koja su uvrštena na rastuće tržište, kao i MTP-u, budući da nije riječ o uređenom tržištu na način kako je definirano odredbama čl. 1. st. 1. TUF-a, ona mogu izdati dionice s višestrukim pravom glasa.<sup>97</sup>

93 Godine 2022. objavljena je Zelena knjiga o „Konkurentnosti talijanskih financijskih tržišta u potpori/rastu“ koja naglašava problem slabe fleksibilnosti talijanskog pravnog sustava u usporedbi s pravnim sustavom drugih zemalja i veće zahtjevnosti postupka uvrštavanja, što smatraju ograničenjem konkurentnosti talijanskog tržišta kapitala. *Libro Verde*, pristup 20. studenoga 2024., <https://www.febaf.it/wp-content/uploads/2022/04/Consultazione-libro-verde-competitivita%CC%80-mercati-finanziari-2022-risposta-FeBAF2.pdf>.

94 *Legge 5 marzo 2024, n. 21*, *Gazzetta Ufficiale*, br. 60 od 12. ožujka 2024.

95 Čl. 127-sexies st. 1. TUF-a.

96 Čl. 127-quinquies TUF-a.

97 Prema objavljenim podacima Consoba od 2014. godine do 1. studenoga 2024. godine šest je uvrštenih društava prije uvrštenja dionica na uređeno tržište izdalo dionice s višestrukim pravom glasa koje daju tri glasa po dionici. U pogledu rastućeg tržišta *Euronext Growth Milano*, koje ne predstavlja uređeno tržište, već je dio MTP-a, iznosi se podatak da 14 društava izdaje dionice s višestrukim pravom glasa, što je približno 7 % od ukupnog broja društava. *CONSOB*, pristup 15. studenoga 2024., <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/>

## 5. STAJALIŠTE HRVATSKOG ZAKONODAVCA

U hrvatskom pravu usvojeno je načelo proporcionalnosti u čl. 169. st. 3. ZTD-a<sup>98</sup> kojim je propisano da svaka dionica uz jednake uvjete daje jednako pravo glasa, odnosno propisuje se zabrana izdavanja dionica koje za isti iznos temeljnog kapitala daju različito pravo glasa u glavnoj skupštini. U RH nema iznimke od pravila da pravo glasa mora odgovarati sudjelovanju imateljeve dionice u temeljnom kapitalu društva.<sup>99</sup> To ne znači da svaka dionica mora dati jedan glas, već da broj glasova mora točno odgovarati dijelu temeljnog kapitala koji se odnosi na dionicu, jer se njome određuje sudjelovanje imatelja dionice u temeljnom kapitalu društva.<sup>100</sup>

Hrvatski zakonodavac dopušta određene mehanizme koji su prepoznati kao mehanizmi jačanja kontrole u društvu,<sup>101</sup> primjerice izdavanje povlaštenih dionica bez prava glasa,<sup>102</sup> ograničenje prava glasa,<sup>103</sup> piramidalne strukture i uzajamne udjele,<sup>104</sup> vinkulirane dionice<sup>105</sup> te sporazume dioničara.<sup>106</sup> Međutim, u hrvatskom pravu zabranjeno je izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa i dionica vjernosti. To je izričito istaknula Europska komisija u obrazloženju Prijedloga direktive.<sup>107</sup>

Direktiva o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa nameće obvezu državama članicama, tako i hrvatskom zakonodavcu, omogućiti izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa ne samo MSP-ovima na rastućem tržištu MSP-ova, kako je to bilo predviđeno u Prijedlogu direktive, već svim društvima koja prema nacionalnom pravu mogu izdavati dionice i tražiti uvrštenje svojih dionica na MTP-u.

Odbor za europske poslove Hrvatskog sabora uputio je Odboru za gospodarstvo, Odboru za pravosuđe i Odboru za regionalni razvoj i fondove EU-a 14. travnja 2023. godine Prijedlog okvirnog stajališta Republike Hrvatske o Prijedlogu direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>108</sup> Uzimajući u obzir mišljenje Odbora za gospodarstvo,<sup>109</sup> Odbor za europske poslove Hrvatskog sabora

listed-companies/voto-maggiorato-e-plurimo.

98 Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 152/11., 111/12., 125/11., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23., 130/23., 136/24. (u daljnjem tekstu: ZTD).

99 Jakša Barbić, *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Dioničko društvo* (Zagreb: Organizator, 2013.), 571.

100 Jakša Barbić, *Pravo društava*, 571.

101 Antonija Zubović i Edita Čulinović-Herc, „Piramidalne strukture i društva s uzajamnim udjelima kao oblik odstupanja od načela „jedna dionica – jedan glas“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 40, br. 1 (2019): 81-108. Vidi čl. 272.p ZTD-a „Izjava o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja“.

102 Čl. 169. st. 2. ZTD-a.

103 Čl. 291. st. 1. ZTD-a.

104 Čl. 474.-478.a ZTD-a.

105 Čl. 227. ZTD-a.

106 Novi čl. 293.a ZTD-a koji uređuje sporazume dioničara kojim se prenosi u hrvatsko zakonodavstvo preporuka OECD-a u vezi s registracijom dioničarskih sporazuma.

107 *Hrvatski sabor; Odbor za europske poslove*, pristup 30. studenoga 2024., <https://edoc.sabor.hr/DocumentView.aspx?entid=2030726>.

108 *Hrvatski sabor; Odbor za europske poslove*.

109 Odbor za gospodarstvo je podržao Stajalište RH. *Hrvatski sabor; Odbor za gospodarstvo*.

je jednoglasno, s 11 glasova „za“, 27. listopada 2023. godine usvojio Zaključak o stajalištu RH o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa.<sup>110</sup> U njemu se navodi kao jedan od ključnih ciljeva Vlade RH u području razvoja malog i srednjeg poduzetništva, poboljšati dostupnost financiranja za MSP-ove. Potreba je financiranja poduzeća u različitim fazama životnog ciklusa istaknuta i u Nacionalnoj razvojnoj strategiji RH do 2030. godine,<sup>111</sup> gdje se naglašava da će se na taj način povećati potencijal poduzeća za rast i ukupna poslovna dinamika koja se ogleda u stvaranju malih inovativnih poduzeća, novoosnovanih (*start-up*) i rastućih (*scale-up*) poduzeća zasnovanih na znanju.

U usvojenom stajalištu ističe se da će struktura dionica s višestrukim pravom glasa biti velika izmjena u hrvatskom korporativnom pravu, no da će zbog povećane mogućnosti financiranja MSP-ova i gospodarske dobiti za državu, implementacija Direktive u hrvatsko zakonodavstvo imati dugoročno pozitivan učinak, stoga se zaključuje da je treba podržati.<sup>112</sup>

## 6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Nova zbivanja na tržištu kapitala koja se očituju u povećanom broju *delistinga*, manjem broju uvrštavanja, kao i prijenosu sjedišta društava u inozemstvo nameću potrebu preispitivanja usvojenih stajališta. Kao jedan od ključnih odvratajućih čimbenika kod donošenja odluke o uvrštenju na tržište kapitala istaknut je strah od gubitka kontrole u društvu. Dionice s višestrukim pravom glasa prepoznate su kao jedan od učinkovitih mehanizama za jačanje (zadržavanje) kontrole u društvu, koji omogućava kontrolnim dioničarima da odrede strategiju poslovanja i sačuvaju viziju, što je osobito važno za obiteljska društva i start-upove.

Države članice su na različite načine uredile izdavanje dionica s višestrukim pravom glasa, što se odrazilo i na različita stajališta u postupku usvajanja Direktive o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa – od potpunog odbacivanja stavljenog prijedloga do prihvaćanja predloženih rješenja i prije usvajanja Direktive.

Prenošenjem Direktive u nacionalna zakonodavstva proširit će se portfelj financijskih opcija koje su dostupne MSP-ovima, čineći pristup europskim MSP-ovima tržištima kapitala lakšim, sigurnijim i prilagođenim njihovom poslovnom modelu. Istovremeno će tržište kapitala EU-a učiniti privlačnijim i konkurentnijim. Štoviše, time se tržište kapitala u EU-u stavlja u ravnopravan položaj s drugim velikim jurisdikcijama koje dopuštaju višestruka prava glasa, poput SAD-a, UK-a, Hong Konga, Singapura i Japana.

Budući da je riječ o direktivi minimalne harmonizacije, države članice imat će širi manevarski prostor prilikom usvajanja nacionalnih rješenja, što je osobito važno pri propisivanju zaštitnih mjera kojima se štite dioničari koji ne drže dionice s višestrukim pravom glasa u društvu. Prenošenjem Direktive u hrvatsko

<sup>110</sup> Hrvatski sabor; Odbor za europske poslove.

<sup>111</sup> Nacionalna razvojna strategija Republike Hrvatske do 2030. godine, Narodne novine, br. 13/21, t. 2.2.1.2.

<sup>112</sup> Hrvatski sabor; Odbor za europske poslove.

zakonodavstvo, a što hrvatski zakonodavac mora učiniti do 5. prosinca 2026. godine, u bitnome će se izmijeniti dosadašnje stajalište usvojeno u hrvatskom pravu društava, koje je poput njemačkog, smatrano primjerom dosljedne primjene načela proporcionalnosti.

#### LITERATURA

##### *Knjige i članci:*

1. Barbić, Jakša. *Pravo društava, Knjiga druga, Društva kapitala, Dioničko društvo*. Zagreb: Organizator, 2013.
2. Hansen, Jesper Lau. „A Harmonising Step Too Far – A Comment on the Proposal for a Directive on Multiple-Voting Rights in SME“. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, br. 1 (2023): 1-14.
3. Hansen, Jesper Lau i Apostolos Thomadakis. „Why Harmonising Multiple Voting Rights for SMEs May Be a Bad Idea“. *ECMI Policy Brief*, br. 36 (2023): 1-8.
4. Hopt, Klaus J. i Susanne Kalss. „Multiple-Voting Shares in Europe – A Comparative Law and Economic Analysis“. *ECGI Law Working Paper*, br. 786 (2024): 1-66.
5. Kalss, Susanne. „Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts“. *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 187, br. 4 (2023): 438-498.
6. Lidman, Erik i Rolf Skog. „London Allowing Dual Class Premium Listings: A Swedish Comment“. *Journal of Corporate Law Studies* 22, br. 1 (2021): 83-114.
7. Pietrancosta, Alain. „Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse“. *Bulletin Joly Sociétés*, br. 201q7 (2023): 63-76.
8. Schmidt, Jessica J. „The Multiple Voting Rights Directive (MVRD) – Comeback of Multiple Voting Rights with the Listing Act“. *ECCML Working Papers*, br. 1 (2024): 1-12.
9. Ventrizzo, Marco. „The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat“. *ECGI Law Working Paper*, br. 288 (2015): 1-17.
10. Zubović, Antonija. *Stjecanje glasačke kontrole nad uvrštenim društvom*. Zagreb: Pravni fakultet, 2012.
11. Zubović, Antonija i Edita Čulinović-Herc. „Piramidalne strukture i društva s uzajamnim udjelima kao oblik odstupanja od načela „jedna dionica – jedan glas“. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 40, br. 1 (2019): 81-108.

##### *Pravni propisi:*

1. *Aktiengesetz*, BGBl. I S. 1089, zuletzt geändert durch Artikel 18 G. BGBl. 2024 I Nr. 323 od 23. listopada 2024.
2. *Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 91*, Gazzetta Ufficiale, br. 144.
3. *Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116*, Gazzetta Ufficiale, br. 192 od 20. kolovoza 2014.
4. Delegrirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te Direktive, SL L 87, 31.3.2017.
5. Direktiva 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje, SL L 142, 30.4.2004.
6. Direktiva 2004/109/EZ Europskog Parlamenta i Vijeća od 15. prosinca 2004. o usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi s informacijama o izdavateljima čiji su vrijednosni papiri uvršteni za trgovanje na uređenom tržištu i o izmjeni Direktive 2001/34/EZ, SL L 390/38, 15.12.2004.

7. Direktiva (EU) 2017/1132 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o određenim aspektima prava društava, SL L 169, 30.6.2017.
8. Direktiva (EU) 2024/2810 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2024. o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u društvima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na multilateralnoj trgovinskoj platformi, SL L 2024/2810, 14.11.2024.
9. *Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen*, BGBl. I br. 354 od 14. prosinca 2023.
10. *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*, BGBl. I br. 786 od 5. ožujka 1998.
11. *Legge 5 marzo 2024, n. 21*, Gazzetta Ufficiale, br. 60 od 12. ožujka 2024.
12. *Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*, Journal officiel de la Republique Francaise, br. 0119 od 23. svibnja 2019.
13. *Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*, Journal officiel de la Republique Francaise, br. 0138 od 14. srpnja 2024.
14. *Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant a reconquerir l'economie réelle*, Journal officiel de la Republique Francaise, br. 0077.
15. Prijedlog direktive Europskog parlamenta i Vijeća o strukturama dionica s višestrukim pravom glasa u poduzećima koja traže uvrštenje svojih dionica za trgovanje na rastućem tržištu MSP-ova, COM(2022) 761 final, 2022/0406 (COD), 7.12.2022.
16. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)*, *Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998*, Gazzetta Ufficiale, br. 58.
17. Uredba (EU) 2017/1129 Europskog parlamenta i Vijeća od 14. lipnja 2017. o prospektu koji je potrebno objaviti prilikom javne ponude vrijednosnih papira ili prilikom uvrštavanja za trgovanje na uređenom tržištu te stavljanju izvan snage Direktive 2003/71/EZ, SL L 168, 30.6.2017.
18. Uredba (EU) 2019/2115 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o izmjeni Direktive 2014/65/EU te uredba (EU) br. 596/2014 i (EU) 2017/1129 u pogledu promicanja upotrebe rastućih tržišta malih i srednjih poduzeća, SL L 320, 11.12.2019.
19. Uredba (EU) 2024/1624 Europskog parlamenta i Vijeća od 31. svibnja 2024. o sprečavanju korištenja financijskog sustava u svrhu pranja novca ili financiranja terorizma, SL L, 2024/1624, 19.6.2024.
20. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 152/11., 111/12., 125/11., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23., 130/23., 136/24.

*Mrežne stranice:*

1. *Annual Report on European SMEs 2022/2023*. Pristup 19. listopada 2024. <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC134336>
2. *Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report*. Pristup 10. listopada 2024. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022SC0762>
3. *Committee on Economic and Monetary Affairs*. Pristup 10. studenoga 2024. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-749139\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-749139_EN.pdf)
4. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union*. Pristup 15. listopada 2024. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52003DC0284>
5. *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – An SME Strategy for a Sustainable and Digital Europe*. Pristup 15. rujna 2024. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2020%3A103%3AFIN>

6. *CONSOB*. Pristup 15. studenoga 2024. <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/listed-companies/voto-maggiorato-e-plurimo>
7. *Council of the EU*. Pristup 14. listopada 2024. <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/10/08/sme-financing-council-adopts-the-multiple-vote-share-structures-directive/>
8. *Council of the European Union*. Pristup 5. studenoga 2024. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST\\_15371\\_2023\\_INIT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CONSIL:ST_15371_2023_INIT)
9. *Council of the European Union*. Pristup 15. studenoga 2024. <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6524-2024-INIT/en/pdf>
10. *EDPS Opinion 4/2023*. Pristup 26. studenoga 2024. [https://www.edps.europa.eu/data-protection/our-work/publications/opinions/2023-02-06-edps-opinion-directive-european-parliament-and-council-multiple-vote-share-structures-companies-seek-admission-trading-their-shares-sme\\_en](https://www.edps.europa.eu/data-protection/our-work/publications/opinions/2023-02-06-edps-opinion-directive-european-parliament-and-council-multiple-vote-share-structures-companies-seek-admission-trading-their-shares-sme_en)
11. *Empowering EU Capital Markets- Making Listing Cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs*. Pristup 15. studenoga 2024. <https://ssrn.com/abstract=3858732>
12. *European Parliament*. Pristup 2. prosinca 2024. <https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/en/sda-vote-result?sdaId=60648>
13. *European Parliament*. Pristup 10. listopada 2024. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300\\_EN.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300_EN.html)
14. *European Parliamentary Research Service, 2023. Listing Act*. Pristup 15. listopada 2024. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS\\_BRI\(2023\)747111\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf)
15. *Global trading, „A Moment of Transition“ – EU Listing Act Goes Live*. Pristup 23. studenoga 2024. <https://www.globaltrading.net/a-moment-of-transition-eu-listing-act-goes-live/>
16. *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*. Pristup 10. studenoga 2024. [https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport\\_50\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport_50_f.pdf)
17. *Hrvatski sabor, Odbor za europske poslove*. Pristup 30. studenoga 2024. <https://edoc.sabor.hr/DocumentView.aspx?entid=2030726>
18. *Hrvatski sabor, Odbor za gospodarstvo*. Pristup 30. studenoga 2024. <https://edoc.sabor.hr/DocumentView.aspx?entid=2028000>
19. *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*. Pristup 10. listopada 2024. [https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia\\_carried\\_out/docs/ia\\_2007/sec\\_2007\\_1705\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/ia_carried_out/docs/ia_2007/sec_2007_1705_en.pdf)
20. *Izvišće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2022*. Pristup 10. listopada 2024. <https://www.cepors.hr/publikacijepolicy-dokumentiprezentacije/izvjescje-o-malim-i-srednjim-poduzecima/>
21. *Libro Verde*. Pristup 20. studenoga 2024. <https://www.febaf.it/wp-content/uploads/2022/04/Consultazione-libro-verde-competitivita%CC%80-mercati-finanziari-2022-risposta-FeBAF2.pdf>
22. *OECD Corporate Governance Factbook 2023*. Pristup 26. studenoga 2024. [https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023\\_6d912314-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-corporate-governance-factbook-2023_6d912314-en.html)
23. *Opinion of the Committee on Legal Affairs*. Pristup 10. studenoga 2024. [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300\\_EN.html#\\_section2](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0300_EN.html#_section2)
24. *Opinion of the European Economic and Social Committee*. Pristup 10. listopada 2024. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AAOJ.C\\_.2023.184.01.0071.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2023%3A184%3ATOC](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv%3AAOJ.C_.2023.184.01.0071.01.ENG&toc=OJ%3AC%3A2023%3A184%3ATOC)
25. *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*. Pristup 10. studenoga 2024. <https://www.ecgi.global/projects/one-share-one-vote>



**Antonija Zubović\***

Summary

## **A NEW APPROACH TO THE REGULATION OF MULTIPLE VOTING SHARES**

The paper analyses the provisions of the Directive on Multiple-Vote Share Structures, which must be transposed into national law by the Member States by 5 December, 2026. The author provides an overview of the solutions adopted in German, French and Italian law that allow the issuance of multiple voting shares. Germany's departure from the long-standing principle of proportionality by authorising the issuance of multiple voting shares in 2023 came as a surprise to other EU member states, as it was seen as an example of an uncompromising ban on multiple-vote share structures. The Italian legislator authorised the issuance of multiple voting shares in 2014 and the French legislator in 2019. Due to developments in the capital market, both the Italian and French legislators amended the legal framework in 2024 to allow the use of multiple voting shares to a greater extent. Croatian legislation prohibits the issuance of multiple voting shares. This position will change with the transposition of the Directive on Multiple-Vote Share Structures into national law, representing a significant change in Croatian company law.

**Keywords:** *Directive on Multiple-Vote Share Structures; multiple voting shares; multiple-vote share structures; Multilateral Trading Facility; small and medium-sized enterprises (SMEs).*

---

\* Antonija Zubović, Ph.D., Associate Professor, University of Rijeka, Faculty of Law; antonija.zubovic@pravri.uniri.hr. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8238-3495>.

