

Vergaderjaar 2025–2026

**36 961**

**Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wet op het financieel toezicht in verband met de implementatie van Richtlijn (EU) 2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken (Implementatiewet richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht)**

**Nr. 3**

**MEMORIE VAN TOELICHTING**

**I. ALGEMEEN DEEL**

**1. Inleiding**

Dit wetsvoorstel, dat mede namens de Minister van Financiën wordt ingediend, strekt tot implementatie van Richtlijn (EU) 2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken (hierna: de richtlijn). De richtlijn is op 23 oktober 2024 vastgesteld en op 14 november 2024 gepubliceerd. De richtlijn dient uiterlijk op 5 december 2026 te zijn omgezet in het nationale recht. Dit wetsvoorstel bevat wijzigingen van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW) en van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). Het voorstel bevat uitsluitend regels die noodzakelijk zijn voor de implementatie.<sup>1</sup> Daarbij is gekozen voor de implementatiewijze die de minste lasten oplegt aan het bedrijfsleven.<sup>2</sup>

Deze toelichting is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 schetst de achtergrond, totstandkoming en de inhoud van de richtlijn. Paragraaf 3 gaat in op de wijze van implementatie. Paragraaf 4 beschrijft de (financiële) gevolgen van implementatie voor burgers, het bedrijfsleven en de rijksbegroting. Paragraaf 5 gaat in op toezicht en handhaving. Paragraaf 6 beschrijft op welke wijze dit implementatiewetsvoorstel wordt geëvalueerd. Paragraaf 7 gaat in op de adviezen en consultatie. Paragraaf 8 is tot slot gewijd aan het overgangsrecht en de inwerkingtreding van het wetsvoorstel. Na het algemene deel van de toelichting, bevat Deel II een artikelsgewijze toelichting. De bijlage bij de memorie van toelichting bevat

<sup>1</sup> Artikel 9.4 Aanwijzingen voor de regelgeving (zuivere implementatie).

<sup>2</sup> Artikel 9.5 Aanwijzingen voor de regelgeving (lastenluwe implementatie).

een transponeringstabel, waaruit per richtlijnartikel blijkt of en hoe de bepalingen van de richtlijn worden geïmplementeerd.

## 2. De richtlijn: een schets op hoofdlijnen

### 2.1. Achtergrond

#### 2.1.1. De Europese kapitaalmarktenunie (KMU)

De richtlijn vormt onderdeel van een breder Europees wetgevingspakket (de *Listing Act package*).<sup>3</sup> Doel van dit pakket is om, met name voor mkb-ondernemingen, een beursnotering aantrekkelijker te maken en daarmee de toegang tot publiek kapitaal te vergroten. Dit doel sluit aan bij de kerndoelstelling van de kapitaalmarktenunie (hierna: KMU) om de toegang tot marktgebaseerde financieringsbronnen voor EU-ondernemingen, en met name voor mkb-ondernemingen, te vergemakkelijken en zo de werkgelegenheid en groei in de EU te ondersteunen.<sup>4</sup> De Europese Commissie werkt in de toelichting op het oorspronkelijke richtlijnvoorstel uit dat beursgenoteerde ondernemingen vaak beter presteren dan particuliere ondernemingen waar het gaat om de jaarlijkse omzetgroei en het scheppen van werkgelegenheid. Met een beursnotering kunnen ondernemingen «*hun beleggersbasis diversifiëren, hun afhankelijkheid van bankfinanciering verminderen, gemakkelijker toegang krijgen tot extra aandelenkapitaal en schuldfinanciering (via secundaire uitgaven) en hun publieke profiel en hun naamsbekendheid vergroten*».<sup>5</sup>

Sinds de publicatie van het eerste KMU-actieplan in 2015<sup>6</sup> zijn verschillende stappen gezet om adequate financieringsbronnen te ontwikkelen voor mkb-ondernemingen.<sup>7</sup> In 2017 heeft de Commissie haar ambitieniveau verhoogd en ervoor gekozen meer aandacht te besteden aan de toegang van mkb-ondernemingen tot publieke markten.<sup>8</sup> In januari 2018 is met de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (hierna: MiFID II)<sup>9</sup> de mkb-groeimarkt geïntroduceerd als nieuwe categorie multilaterale handelsfaciliteit (MTF), met als doel mkb-ondernemingen te stimuleren om toegang te krijgen tot kapitaalmarkten.<sup>10</sup> Een Commissievoorstel uit 2018 om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen is

<sup>3</sup> Daaronder werden ook wetgevingsvoorstellen meegenomen voor een verordening tot wijziging van de prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129), de verordening marktmisbruik (Verordening (EU) nr. 596/2014), de verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR) (Verordening (EU) nr. 600/2014), en een voorstel voor een richtlijn tot intrekking van de noteringsrichtlijn (Richtlijn 2001/34/EG) en tot wijziging van MiFID II.

<sup>4</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 1 en 7.

<sup>5</sup> Ibidem, p. 1.

<sup>6</sup> Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie (COM(2015) 468 final).

<sup>7</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 7–8.

<sup>8</sup> Mededeling van de Commissie over de tussentijdse evaluatie van het actieplan kapitaalmarktenunie (SWD(2017) 224 final en SWD(2017) 225 final van 8 juni 2017) [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf)

<sup>9</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking).

<sup>10</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 1.

in november 2019 aangenomen.<sup>11</sup> Ook uit het KMU-actieplan 2020 blijkt de doelstelling om financiering toegankelijker te maken voor EU-ondernemingen. De Commissie kondigt daarin aan dat zij de regels voor notering op publieke markten probeert te vereenvoudigen om de toegang van kleine en innovatieve ondernemingen tot financiering te bevorderen en te diversifiëren.<sup>12</sup>

2.1.2. Aanleiding en doelstelling: bijdrage van de richtlijn aan de KMU De richtlijn beoogt bij te dragen aan de doelstellingen van de KMU, door de wettelijke vereisten te verlichten die een onderneming ervan kunnen weerhouden een beursnotering aan te vragen of beursgenoteerd te blijven.<sup>13</sup> Door een beursnotering wordt de toegang tot publiek kapitaal vergroot.

De beslissing van een onderneming om (al dan niet) naar de beurs te gaan is complex en kan beïnvloed worden door een groot aantal factoren. Veel factoren kunnen niet direct worden aangepakt via wetgeving. De Europese Commissie noemt als oorzaken waarbij wetgeving wel een mogelijke rol kan spelen: 1) te veel regelgevingslast en 2) onvoldoende vennootschapsrechtelijke flexibiliteit voor de oprichters of meerderheids-aandeelhouders om te kiezen hoe zij stemrechten wensen te verdelen na een beursgang.<sup>14</sup> Deze richtlijn richt zich op dit tweede aspect.

De richtlijn is gebaseerd op de aanname dat de angst om na een beursnotering de zeggenschap over de onderneming te verliezen een belangrijke factor is die oprichters en families (ook wel: controlerende aandeelhouders) van een beursnotering weerhoudt.<sup>15</sup> Een beursgang leidt tot verwatering van het eigendom, waardoor oprichters en families minder zeggenschap overhouden over belangrijke investeringen en operationele beslissingen van de onderneming. Als deze oprichters en families na een beursgang (meer) beslissingsbevoegdheid over de onderneming kunnen behouden, zijn zij mogelijk eerder tot een beursgang geneigd. Op die manier kunnen zij de onderneming niet alleen vormgeven volgens hun strategische visie, maar tegelijkertijd ook profiteren van de voordelen van een beursnotering.<sup>16</sup>

Het gebruik van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht (hierna ook: MVS-structuur) kan een oplossing bieden. Volgens de richtlijn is bij een MVS-structuur sprake van ten minste twee afzonderlijke aandelencategorieën, waarbij (ten minste) één aandelencategorie een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan de andere aandelencategorieën. In de artikelsgewijze toelichting op artikelen 2:118b en 2:228a wordt ingegaan op de wijze waarop deze begrippen worden geïmplementeerd in

<sup>11</sup> Verordening (EU) 2019/2115 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 tot wijziging van Richtlijn 2014/65/EU en de Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft. Beoogd werd het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen door administratieve lasten en nalevingskosten voor uitgevende instellingen op een mkb-groeimarkt te beperken, maar marktintegriteit en beleggersbescherming te waarborgen, door de liquiditeit van beursgenoteerde mkb-aandelen te bevorderen en deze markten daarmee aantrekkelijker te maken, en door de registratie van MTF's als mkb-groeimarkt te vergemakkelijken.

<sup>12</sup> Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, Een kapitaalmarktenunie ten dienste van mensen en ondernemingen – Een nieuw actieplan, COM(2020) 590 final, zie Actie 2.

<sup>13</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 7.

<sup>14</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 2.

<sup>15</sup> Zie ook overweging 2 van de richtlijn.

<sup>16</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 3.

Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (hierna: Boek 2 BW). Het gebruik van een MVS-structuur kan een doeltreffende manier zijn om oprichters ook bij een beursnotering in staat te stellen zeggenschap over de onderneming te behouden, terwijl publiek kapitaal kan worden aangetrokken. Een aandeelhouder kan – in termen van zeggenschap – een meerderheidsbelang hebben in de onderneming, zonder de evenredige economische investering te hoeven doen die daarvoor vereist zou zijn als aan ieder aandeel één stem zou zijn verbonden.<sup>17</sup>

De mogelijkheid om gebruik te maken van zekere vormen van versterkt stemrecht is niet nieuw. Binnen de EU is echter sprake van een versnipperd juridisch landschap. In sommige lidstaten zijn (varianten van) aandelen met meervoudig stemrecht (altijd al) toegestaan. Uit het Impact Assessment volgt dat dit het geval is in 15 van de 27 lidstaten, waaronder in Denemarken, Zweden, Italië en Nederland. In de andere 12 lidstaten, zoals in Duitsland en Oostenrijk, zijn dergelijke aandelen verboden.<sup>18</sup> In de artikelsgewijze toelichting op artikelen 2:118b en 2:228a, tweede lid, BW wordt ingegaan op de Nederlandse situatie.

Deze verschillen tussen nationale regelingen kunnen belemmeringen opwerpen voor het vrij verkeer van kapitaal binnen de interne markt en zorgen voor een ongelijk speelveld voor ondernemingen in verschillende lidstaten.<sup>19</sup> Ondernemers uit landen waar een MVS-structuur niet tot de mogelijkheden behoort, moeten naar een andere lidstaat (of derde land) uitwijken als zij met het oog op een beursgang een MVS-structuur willen invoeren. Dit brengt hogere kosten mee. Als ondernemingen (mogelijk vooral mkb-ondernemingen en startende ondernemingen) die kosten niet kunnen dekken, zouden zij er vanaf kunnen zien middelen bij het publiek aan te trekken, wat hun financieringsmogelijkheden kan beperken. Tegen deze achtergrond beoogt de richtlijn een gelijk speelveld te creëren. Door verschillen tussen nationale regelingen weg te nemen worden meer gelijke kansen gecreëerd voor bedrijven binnen de EU.<sup>20</sup>

Het doel van de richtlijn is daarmee tweeledig: (i) het aantrekkelijker maken van een beursnotering voor mkb-ondernemingen aan een MTF of mkb-groeimarkt, waarmee het vermogen om middelen aan te trekken wordt vergroot, als ook (ii) het verminderen van de ongelijkheid tussen ondernemingen die om toelating tot de handel verzoeken, door het aanpakken van toegangsbelemmeringen die het gevolg zijn van regelgevingsbarrières.<sup>21</sup>

## *2.2. Hoofdpijnen van de richtlijn*

### *2.2.1. Inleiding*

De richtlijn regelt in de kern drie aspecten:

- i. een verplichting voor lidstaten om ondernemingen het recht te bieden een MVS-structuur in te voeren voor de toelating tot de handel van haar aandelen op multilaterale handelsfaciliteiten (waaronder mkb-groeimarkten);
- ii. waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht om de invloed van de aandeelhouder die meervoudig stemrecht-aandelen houdt in bepaalde gevallen te begrenzen; en

<sup>17</sup> Ibidem, p. 3; zie ook overweging 3 van de richtlijn.

<sup>18</sup> Zie Tabel 1 in Annex 5 van het Impact Assessment Report (SWD(2022) 762 final, p. 140–141).

<sup>19</sup> Zie overweging 7 van de richtlijn.

<sup>20</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 5 en 9–10.

<sup>21</sup> Zie ook overweging 1 van de richtlijn.

- iii. transparantieverplichtingen voor ondernemingen met aandelen met meervoudig stemrecht ten behoeve van beleggers die aandelen willen kopen.

Hierna wordt in paragraaf 2.2.2 eerst stilgestaan bij het toepassingsbereik van de richtlijn, waarna deze drie aspecten op hoofdlijnen worden besproken in paragraaf 2.2.3.

#### 2.2.2. Toepassingsbereik

De richtlijn bevat gemeenschappelijke regels voor *structuren met aandelen met meervoudig stemrecht* in *ondernemingen* die om toelating van hun aandelen tot de handel op *multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's)*, waaronder *mkb-groeimarkten*, verzoeken en die geen aandelen hebben die reeds tot de handel op een MTF of een gereguleerde markt zijn toegelaten.<sup>22</sup> De relevante onderdelen die de reikwijdte van de richtlijn bepalen worden hierna afzonderlijk toegelicht.

##### *Multilaterale handelsfaciliteit (MTF), waaronder mkb-groeimarkten*

De richtlijn ziet op de toelating van aandelen tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit, ook wel afgekort tot MTF (*multilateral trading facility*). Het gaat bij een MTF om een multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels – samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig titel II van MiFID II.<sup>23</sup> Een MTF is een handelsplatform waar aandelen en andere financiële instrumenten worden verhandeld. Een MTF brengt op een georganiseerde manier kopers en verkopers van deze instrumenten bij elkaar. Dit gebeurt volgens de regels volgend uit titel II van de MiFID II-richtlijn, zoals geïmplementeerd in Wet op het financieel toezicht (Wft).<sup>24</sup>

Het exploiteren van een MTF kwalificeert als een beleggingsactiviteit op grond van de MiFID II-richtlijn (Bijlage I, Deel A, onderdeel 8). Daarvoor is een vergunning nodig op grond van de Wft. Inzake het toezicht op de bedrijfsvoering van een MTF wordt aangesloten bij de taakverdeling tussen Autoriteit financiële markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) die gemaakt is in de Wft. De toezichthouder die de vergunning verleent, houdt toezicht op de algemene aspecten van de bedrijfsvoering, zoals de vereisten in dit wetsvoorstel. Bij een marktexploitant (met een vergunning op grond van artikel 5:26 Wft) en een beleggingsonderneming (met een vergunning op grond van artikel 2:96 Wft) is dit de AFM.<sup>25</sup> Aan een vergunning voor het exploiteren van een MTF is een Europees paspoort verbonden.

<sup>22</sup> Zie artikel 1, eerste lid, van de richtlijn. De transparantieverplichting die voortvloeit uit artikel 5, vierde lid, van de richtlijn is ook van toepassing op ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen reeds tot de handel op een MTF zijn toegelaten (artikel 1, tweede lid).

<sup>23</sup> Zie voor de definitie van MTF artikel 4, eerste lid, punt 22 van MiFID II, die is geïmplementeerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (zie de definitie van multilaterale handelsfaciliteit).

<sup>24</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn 2002/92/EG en richtlijn 2011/61/EU (herschikking), richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 (verder MiFID II-richtlijn). Zie ook de memorie van toelichting van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten, Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 7)

<sup>25</sup> Indien een kredietinstelling (een bankbeleggingsonderneming) een MTF exploiteert, zou DNB de vergunningverlenende toezichthouder kunnen zijn. Op dit moment zijn er geen bankbeleggingsondernemingen die een MTF exploiteren. Zie verder de memorie van toelichting van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten, Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 7)

Een MTF dient te worden onderscheiden van een gereglementeerde markt en van een georganiseerde handelsfaciliteit (of OTF, *organised trading facility*).<sup>26</sup> Hoewel overweging 9 van de richtlijn uitwerkt dat de toelating tot de handel op gereglementeerde markten geschikter is voor grotere en meer volwassen ondernemingen, terwijl MTF's over het algemeen geschikter zijn voor mkb-ondernemingen, kunnen ook grotere ondernemingen hun aandelen op een MTF verhandelen.

De richtlijn richt zich meer specifiek op MTF's, waaronder *mkb-groeimarkten*. Een mkb-groeimarkt is een subcategorie van een MTF.<sup>27</sup> In Nederland zijn (per 27 februari 2024) twaalf MTF's actief.<sup>28</sup> Nederland kent thans geen mkb-groeimarkten.

Mkb-groeimarkten zijn met name bedoeld als specifieke handelsplatformen voor mkb-ondernemingen, met regelgeving die rekening houdt met de specifieke kenmerken van mkb-ondernemingen. Om in aanmerking te komen voor registratie als mkb-groeimarkt dient aan verschillende eisen te worden voldaan.<sup>29</sup> Hierbij geldt onder meer de waarborg dat op het tijdstip van de registratie als mkb-groeimarkt ten minste 50% van de uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten tot de handel op een MTF zijn toegelaten, mkb-ondernemingen zijn.<sup>30</sup>

### *Onderneming*

Hoewel er ook grotere (niet mkb-) ondernemingen aan een MTF of mkb-groeimarkt kunnen zijn toegelaten, benadrukt overweging 9 van de richtlijn dat voor alle ondernemingen op MTF's en mkb-groeimarkten – ongeacht de omvang van de onderneming – momenteel dezelfde regels gelden. Dit schept duidelijkheid voor beleggers. Tegen deze achtergrond is ingevuld welke ondernemingen recht hebben op invoering van een MVS-structuur met het oog op de toegang tot een MTF. Onder «onderneming» wordt in de richtlijn iedere rechtspersoon verstaan die is opgericht als één van de in bijlage II bij Richtlijn (EU) 2017/1132 (hierna: de Vennootschapsrichtlijn)<sup>31</sup> genoemde vennootschapsvormen, die uit hoofde van het nationale recht aandelen mag uitgeven en mag verzoeken om toelating van haar aandelen tot de handel op een MTF.

In bijlage II bij de Vennootschapsrichtlijn worden voor Nederland de naamloze vennootschap (hierna: de NV) en de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (hierna: de BV) genoemd. Zowel de NV als BV mogen uit hoofde van het nationale recht aandelen uitgeven en mogen verzoeken om toelating van haar aandelen tot de handel op een MTF. De nieuwe faciliteit die met de artikelen 118b en 228a wordt geïmplementeerd in Boek 2 BW is dan ook beschikbaar voor de NV en de BV. Artikel 118b geldt ook voor de Europese vennootschap (SE) met statutaire zetel in Nederland op grond van artikel 5 van de Verordening (EG) Nr. 2157/2001

<sup>26</sup> Een relevant verschil tussen een MTF en gereglementeerde markt ten opzichte van een OTF, is dat de orderuitvoering op een OTF op discretionaire basis plaatsvindt, terwijl dit bij zowel de MTF als gereglementeerde markt op niet-discretionaire basis plaatsvindt. Zie ook de memorie van toelichting van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, Kamerstukken II 2016/17, 34 583, nr. 3, p. 6.

<sup>27</sup> Zie de definitie van een mkb-groeimarkt artikel 4, eerste lid, punt 12, MiFID II: het betreft een MTF die overeenkomstig artikel 33 MiFID-II als mkb-groeimarkt is geregistreerd.

<sup>28</sup> Zie het Register handelsplatformen van de AFM. De meest recente vergunning werd op 27 februari 2024 verleend.

<sup>29</sup> Zie artikel 4:91ea Wft.

<sup>30</sup> Zie ook overweging 9 van de richtlijn.

<sup>31</sup> Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht.

betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE). In de bepalingen die worden geïmplementeerd in de Wft wordt aangesloten bij de «onderneming» zoals bedoeld in artikel 2 van de richtlijn. De Wft ziet immers niet alleen op Nederlandse vennootschappen, maar ook op buitenlandse vennootschappen met een notering in Nederland.

### *Aandelenstructuur met meervoudig stemrecht*

De richtlijn definieert een «structuur met aandelen met meervoudig stemrecht» in artikel 2, onderdeel 3, als «*de aandelenstructuur van een onderneming die ten minste één categorie aandelen met meervoudig stemrecht bevat*». Een «aandeel met meervoudig stemrecht» (artikel 2, onderdeel 2) is een «*aandeel dat behoort tot een specifieke en afzonderlijke categorie aandelen waaraan meer stemmen per aandeel zijn verbonden dan aan een andere categorie aandelen met stemrecht ten aanzien van kwesties waarover in de algemene vergadering van aandeelhouders moet worden beslist*». Met andere woorden: een aandeel met een hoger aantal stemmen dan één stem per aandeel is een aandeel met meervoudig stemrecht.<sup>32</sup> Van een MVS-structuur kan, kortom, worden gesproken wanneer er sprake is van ten minste twee afzonderlijke aandelencategorieën, waarbij (ten minste) één van de aandelencategorieën een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan een andere aandelencategorie met stemrecht.

Reeds in het Commissievoorstel werd benadrukt dat er ook verschillende andere mechanismen bestaan waarmee een aandeelhouder meer zeggenschap kan hebben zonder een evenredig (financieel) aandeel in het aandelenkapitaal. Verschillende van deze mechanismen worden uitdrukkelijk uitgezonderd van het toepassingsbereik van de richtlijn:

- een structuur waarin het verschil in stemrecht uitsluitend wordt bepaald door het verschil in nominale waarde tussen de aandelen is geen MVS-structuur zoals gedefinieerd in de richtlijn;<sup>33</sup>
- andere mechanismen ter vergroting van zeggenschap die stemrecht als hefboom gebruiken, maar geen MVS-structuur zijn, zoals aandelen zonder stemrecht en aandelen met een vetorecht bij bepaalde beslissingen, moeten buiten het toepassingsgebied van de richtlijn vallen;<sup>34</sup>
- ook loyaliteitsaandelen zijn niet in deze richtlijn opgenomen, nu loyaliteitsaandelen een mechanisme ter vergroting van zeggenschap is, dat bedoeld is om een op de lange termijn gericht aandeelhouder-schap te bevorderen en niet zozeer om het aantrekken van middelen bij het publiek aantrekkelijker te maken.<sup>35</sup>

Op het gebruik van dergelijke mechanismen in de Nederlandse rechtspraktijk wordt uitvoeriger ingegaan in de artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 228a, tweede lid, BW.

### 2.2.3. Inhoud van de richtlijn

#### **2.2.3.1. Het recht op een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht**

De richtlijn regelt in de kern drie aspecten. Het eerste aspect betreft het *recht* van ondernemingen om gebruik te maken van een MVS-structuur.

<sup>32</sup> Zie ook overweging 4 van de richtlijn.

<sup>33</sup> Zie overweging 4 van de richtlijn.

<sup>34</sup> Zie overweging 5 van de richtlijn.

<sup>35</sup> Zie overweging 6 van de richtlijn.

### 2.2.3.1.1. Invoering MVS-structuur

Artikel 3, eerste lid, van de richtlijn verplicht lidstaten ervoor te zorgen dat een onderneming waarvan de aandelen nog niet tot de handel op een gereguleerde markt of MTF zijn toegelaten, het recht heeft om een MVS-structuur in te voeren voor de toelating tot de handel op een MTF. Dit omvat het recht om een MVS-structuur in te voeren vóórdat de onderneming verzoekt om toelating tot de handel van haar aandelen op een MTF (tweede lid). Ondernemingen moeten flexibiliteit hebben met betrekking tot het tijdstip van de invoering of wijziging van de MVS-structuur.<sup>36</sup> Lidstaten kunnen de *uitoefening* van de aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkte stemrechten echter afhankelijk stellen van de daadwerkelijke toelating tot de handel op een MTF (derde lid). Tot het moment van toelating beschikken de aandelen met meervoudig stemrecht dan over dezelfde stemrechten als andere aandelen categorieën volgens de richtlijn. Dit zou ervoor zorgen dat een MVS-structuur met name de toelating tot de handel op een MTF bevordert.<sup>37</sup>

Met het oog op een eerlijke behandeling van aandeelhouders,<sup>38</sup> moet het besluit van de onderneming om een MVS-structuur in te voeren worden genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: de algemene vergadering) met ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht (eerste lid, tweede zin). Wanneer er sprake is van verschillende aandelen categorieën dient ook binnen elke aandelen categorie waarvan de rechten worden getroffen afzonderlijk te worden gestemd over een besluit om een MVS-structuur in te voeren (eerste lid, laatste zin). De preambule geeft er rekenschap van dat dit doorgaans een wijziging van de statuten van een onderneming zal vergen, zoals naar Nederlands recht het geval is.<sup>39</sup> Het uitgangspunt naar Nederlands recht is dat besluiten van de algemene vergadering worden genomen met een gewone (ook wel: volstreekte) meerderheid van stemmen (oftewel: 50%+1), tenzij de wet of statuten voor bepaalde besluiten een grotere meerderheid voorschrijven (zie artikelen 2:120/230 BW). Ook voor een besluit tot statutenwijziging van een NV of BV eist de wet in beginsel geen bijzondere meerderheid.<sup>40</sup> De statuten kunnen zwaardere eisen stellen (zie ook artikelen 2:121/231 BW). De artikelsgewijze toelichting op artikelen 2:118b en 228a, derde lid, BW gaat nader in op de manier waarop in dit wetsvoorstel invulling wordt gegeven aan de vereisten die de richtlijn stelt aan de besluitvorming over de invoering van een MVS-structuur.

Lidstaten mogen de invoering van een MVS-structuur niet afhankelijk stellen van de verlening van versterkte economische rechten voor aandelen zonder versterkt stemrecht (eerste lid, derde zin).

Tot slot bevat artikel 3 een bepaling die in feite de toegangscriteria betreft die exploitanten van een MTF hanteren. Lidstaten dienen ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen en marktexploitanten die een MTF exploiteren de toelating tot de handel van aandelen van een onderneming

<sup>36</sup> Zie overweging 12 van de richtlijn.

<sup>37</sup> Zie overweging 12 van de richtlijn.

<sup>38</sup> Zie overweging 11 van de richtlijn.

<sup>39</sup> Zie overweging 11 van de richtlijn.

<sup>40</sup> Wel moet bij de BV rekening worden gehouden met de instemming van bepaalde aandeelhouders. Als een besluit tot statutenwijziging specifiek afbreuk doet aan enig recht van houders van bijzondere aandelen, behoeft dit in beginsel een goedkeurend besluit van deze groep van aandeelhouders (artikel 2:231, vierde lid, BW). Gedacht kan worden aan een wijziging van bepaalde zeggenschapsrechten van houders van stemrechtloze aandelen, of van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.

niet tegenhouden op grond van het feit dat de onderneming een MVS-structuur heeft ingevoerd.

#### 2.2.3.1.2. Wijziging bestaande MVS-structuur voorafgaand aan een beursnotering

Hetgeen hiervoor is uitgewerkt ten aanzien van de invoering van een MVS-structuur, is van overeenkomstige toepassing op de wijziging van een bestaande MVS-structuur met als oogmerk om toelating tot de handel op een MTF te verzoeken, door een onderneming waarvan de aandelen nog niet tot de handel op een gereglementeerde markt of MTF zijn toegelaten (artikel 3, vijfde lid). Het gaat dus om de wijziging van een al bestaande aandelenstructuur, omdat de onderneming (die nog niet beursgenoteerd is) haar aandelen aan een MTF wil laten noteren. Deze situatie wordt gelijkgesteld met de invoering van een MVS-structuur met het oogmerk van een notering aan een MTF.

#### 2.2.3.1.3. Recht op MVS-structuur buiten het toepassingsbereik van de richtlijn

Van zo'n reeds bestaande MVS-structuur kan sprake zijn in lidstaten die nationale bepalingen kennen die MVS-structuren ook toestaan in andere situaties dan bij (het voornemen tot) toelating tot een MTF. Buiten het toepassingsbereik van de richtlijn staat het lidstaten vrij om nationale bepalingen in te voeren of te handhaven die MVS-structuren toestaan of juist verbieden.<sup>41</sup> In Nederland worden verschillende manieren gebruikt om te differentiëren in het stemgewicht dat aan verschillende aandelen toekomt. Voor zover de techniek van deze manieren afwijkt van het meervoudig stemrecht zoals de richtlijn definieert, vallen zij buiten het toepassingsbereik van de richtlijn en laat de richtlijn de toepassing ervan onverlet. Dit geldt voor alle manieren waarop in Nederland meervoudig stemrecht wordt gerealiseerd, met uitzondering van het meervoudig stemrecht dat de BV op grond van artikel 2:228, vierde lid, BW kan invoeren. De artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 228a, tweede lid, BW gaat nader in op de gevolgen van de richtlijn voor de bestaande praktijken.

#### **2.2.3.2. Waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht**

Het tweede aspect dat de richtlijn regelt zijn de waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht. De gedachte hierachter is dat een MVS-structuur het risico kan vergroten dat controlerende aandeelhouders bepaalde particuliere voordelen van de onderneming verkrijgen. In lidstaten die al bekend zijn met meervoudig stemrecht verschillen de waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht per lidstaat. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan gebruik van sunsetclausules op grond waarvan het meervoudig stemrecht in bepaalde gevallen eindigt (bijvoorbeeld bij overdracht).<sup>42</sup> De richtlijn beoogt de bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht te coördineren.<sup>43</sup> Artikel 4 schrijft tegen de achtergrond voor dat lidstaten passende waarborgen dienen te treffen

<sup>41</sup> Zie overweging 10 van de richtlijn. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan bepalingen die (behoud van) een MVS-structuur toestaan bij een verzoek om toelating tot (of het doorstromen van een MTF tot) een gereglementeerde markt. Of aan bepalingen die invoering van een MVS-structuur in algemene zin toelaten, zonder enig voornemen van de onderneming om aandelen op enige beurs te laten verhandelen.

<sup>42</sup> Zie Annex 5 van het Impact Assessment Report (SWD(2022) 762 final, p. 150.

<sup>43</sup> Zie overweging 13 van de richtlijn.

voor de bescherming van de belangen van deze aandeelhouders. Het gaat erom dat de belangen van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht adequaat worden beschermd, zonder dat het doel van het meervoudig stemrecht voorbij wordt geschoten. De waarborgen gelden in de situatie waarin er reeds een MVS-structuur is ingevoerd (oftewel: het recht uit hoofde van artikel 3 van de richtlijn reeds is uitgeoefend).

#### 2.2.3.2.1. Wijziging van een reeds op grond van artikel 3 ingevoerde MVS-structuur

Allereerst dienen lidstaten erop toe te zien dat ook een besluit tot *wijziging* van een MVS-structuur op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen, wordt genomen door de algemene vergadering met ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht. De invulling van deze gekwalificeerde meerderheid wordt besproken in de artikelsgewijze toelichting op artikelen 2:118b en 228a, derde lid, BW. Over een dergelijk besluit dient daarnaast een afzonderlijke stemming te worden gehouden in elke aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen (artikel 4, eerste lid, onderdeel a).<sup>44</sup> Ook dit besluit wordt genomen met ten minste een gekwalificeerde meerderheid volgens het nationale recht. In de richtlijn worden rechten geacht te worden getroffen wanneer een besluit een negatief effect heeft op de rechten van de aandeelhouders van die specifieke categorie aandelen.<sup>45</sup>

#### 2.2.3.2.2. Beperking van de invloed van MVS-aandelen op het besluitvormingsproces

Ten tweede moeten lidstaten de invloed van de aandelen met meervoudig stemrecht op het besluitvormingsproces tijdens de algemene vergadering beperken. Lidstaten worden daarom verplicht om (ten minste) één maatregel in te voeren, maar er bestaat beleidsruimte ten aanzien van de invulling van die maatregel. Lidstaten wordt een keuze geboden tussen twee typen maatregelen, met daarbinnen verschillende opties. Er kan (i) gekozen worden voor een beperking aan de *opzet* van de MVS-structuur,<sup>46</sup> in de vorm van een maximale verhouding tussen het aantal stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht en het aantal stemmen verbonden aan aandelen met het laagste stemrecht. Er kan ook (ii) gekozen worden voor een beperking ten aanzien van de *uitoefening* van de stemrechten in een MVS-structuur,<sup>47</sup> in de vorm van een vereiste om besluiten van de algemene vergadering die zijn onderworpen aan een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht – met uitzondering van benoemings- en ontslagbesluiten

<sup>44</sup> Deze formulering is vergelijkbaar met de formulering in zekere bepalingen in de Vennootschapsrichtlijn. Op de relevantie daarvan wordt nader ingegaan in de artikelsgewijze toelichting op artikel 2:118b/228a BW. Zie bijvoorbeeld artikel 68, derde lid, artikel 74, artikel 81 en artikel 93, tweede lid, van de Vennootschapsrichtlijn. In de Engelse redactie van de Vennootschapsrichtlijn wordt gesproken over «each class of shareholders whose rights are affected». In de Engelse redactie van de richtlijn (meervoudig stemrecht) wordt – daarmee vergelijkbaar – gesproken over «each class of shares the rights of which are affected». In de Nederlandse redactie van de Vennootschapsrichtlijn (meervoudig stemrecht) wordt gesproken over «elke groep van houders van aandelen van dezelfde soort aan wier rechten [de handeling] afbreuk doet», terwijl de redactie van de richtlijn (meervoudig stemrecht) – licht afwijkend – spreekt over «elke aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen». Aangenomen wordt dat dit een vertalingskwestie bij de richtlijn meervoudig stemrecht is. Op de wijze van implementatie van de richtlijn wordt nader ingegaan in de artikelsgewijze toelichting.

<sup>45</sup> Zie overweging 14 van de richtlijn.

<sup>46</sup> Zie ook overweging 14 van de richtlijn.

<sup>47</sup> Onverminderd hetgeen voortvloeit uit de Vennootschapsrichtlijn, zo volgt uit overweging 14 van de richtlijn.

van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de onderneming en operationele besluiten van die organen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd – aan te nemen met ofwel (a) een gekwalificeerde meerderheid, als omschreven in het nationale recht, van de uitgebrachte stemmen én van hetzij het op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, hetzij het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen; ofwel (b) een gekwalificeerde meerderheid, als omschreven in het nationale recht, van de uitgebrachte stemmen, waarbij in elke aandelen categorie waarvan de rechten worden getroffen, een afzonderlijke stemming wordt gehouden.<sup>48</sup> In de implementatie wordt gekozen voor deze tweede beperking (ten aanzien van uitoefening van de stemrechten).

In deze tweede hiervoor uitgewerkte beperking wordt onderscheid gemaakt tussen bepaalde besluiten. Het idee achter het meervoudig stemrecht is dat de controlerend aandeelhouder invloed moet kunnen uitoefenen op belangrijke investerings- en operationele beslissingen. De beschermingsbepaling begrenst deze invloed ten aanzien van besluiten van de algemene vergadering die volgens nationaal recht met een gekwalificeerde meerderheid moeten worden genomen. De gedachte is dat deze besluiten dermate belangrijk worden gevonden in de lidstaat, dat het gerechtvaardigd is om aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht hierover meer zeggenschap te geven. Hiervoor wordt als het ware een correctie aangebracht in de uitoefening van het stemrecht binnen de MVS-structuur. Dit geldt niet voor zover deze besluiten operationele aangelegenheden betreffen of beïnvloeden, omdat de beschermingsregel anders het doel van het meervoudig stemrecht voorbij schiet. Juist over operationele aangelegenheden moet de controlerend aandeelhouder beslissende zeggenschap kunnen uitoefenen. Om die reden zijn benoemings- en ontslagbesluiten van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen uitgezonderd van de beschermingsbepaling, evenals operationele besluiten van deze organen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering moeten worden voorgelegd. De uitzondering geldt dus voor deze twee typen besluiten, voor zover het nationale recht hieraan een gekwalificeerde meerderheid verbindt. Welke besluiten dit in concreto zijn, volgt uit het nationale recht. Het gaat niet om besluiten ten aanzien waarvan de statuten een gekwalificeerde meerderheid voorschrijven.

De beschermingsbepaling mitigeert de invloed van de controlerend aandeelhouder als volgt. Bij de besluiten die binnen het toepassingsbereik van de beschermingsbepaling vallen, wordt voor een gekwalificeerde meerderheid niet alleen naar stemrechten gekeken, maar ook naar het aandelenkapitaal of het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen.

Een concreet voorbeeld: in het geval van 50 (MVS-)aandelen met 10 stemmen per aandeel, en van 100 aandelen zonder meervoudig stemrecht met 1 stem per aandeel, is er sprake van een totaal van 150 aandelen en 600 stemmen (500 van de aandelen met meervoudig stemrecht, 100 van de aandelen zonder meervoudig stemrecht). Bij een vereiste gekwalificeerde meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen, kan de controlerend aandeelhouder (die 500 stemmen heeft) de uitkomst van een stemming beslissen (hij heeft immers meer dan 400 van de 600 stemmen). Als echter ook twee derden van het aantal aandelen mee wordt gewogen, kan dit niet. Dan moeten immers, naast de controlerend

<sup>48</sup> Overweging 14 verheldert dat de gekwalificeerde meerderheid wordt berekend aan de hand van het totale aantal uitgebrachte stemmen én het aantal uitgebrachte stemmen per categorie aandelen die door het besluit wordt getroffen.

aandeelhouder met 50 aandelen, ook minstens 50 van de aandelen zonder meervoudig stemrecht voor het besluit stemmen om aan een twee derden meerderheid van het aantal aandelen te komen (dus aan 100 van de 150 aandelen).

#### 2.2.3.2.3. Sunsetclausules

Tot slot wordt lidstaten in artikel 4, tweede lid, van de richtlijn de keuze geboden om verdere waarborgen te bieden. Dit kan met name de vorm aannemen van zogeheten sunsetclausules; bepalingen op grond waarvan wordt vermeden dat de aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkte stemrechten blijven bestaan na (bijvoorbeeld) (a) overdracht van de aandelen, (b) een bepaalde periode, of (c) het zich voordoen van een bepaalde gebeurtenis. De geschiktheid van deze waarborgen moet door lidstaten worden beoordeeld in het licht van de doeltreffendheid voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders, terwijl ervoor moet worden gezorgd dat deze waarborgen het doel van MVS-structuren niet voorbij schieten.<sup>49</sup> In paragraaf 3.3. wordt uiteengezet dat (en waarom) Nederland geen gebruik maakt van deze optie.

#### 2.2.3.3. *Verplichte transparantie*

Het derde aspect dat de richtlijn regelt betreft de openbaarmaking door de onderneming van informatie over het gebruik van een MVS-structuur. Openbaarmaking van nauwkeurige en volledige informatie over ondernemingen is van belang voor het vertrouwen van beleggers en noodzakelijk voor het nemen van geïnformeerde beleggersbeslissingen.<sup>50</sup>

##### 2.2.3.3.1. Openbaar te maken informatie

Artikel 5 van de richtlijn werkt deze transparantieverplichting uit. Op grond van het derde lid gaat het om het verstrekken door ondernemingen van gedetailleerde informatie over de aandelenstructuur van de onderneming. Daarbij worden de verschillende aandelencategorieën vermeld, met inbegrip van de aandelen die niet tot de handel zijn toegelaten. Tevens worden voor elke aandelencategorie vermeld: (i) de rechten en plichten die aan de aandelen in die aandelencategorie zijn verbonden, (ii) het percentage van het totale aandelenkapitaal of van het totale aantal aandelen dat de aandelen in die aandelencategorie vertegenwoordigen, en (iii) het totale aantal stemmen dat de aandelen in die aandelencategorie vertegenwoordigen. Daarnaast dient gedetailleerde informatie te worden verstrekt over alle beperkingen op de overdracht van aandelen, en alle beperkingen op stemrechten van aandelen, beide met inbegrip van overeenkomsten tussen aandeelhouders die bij de onderneming bekend zijn en die kunnen leiden tot dergelijke beperkingen. Tot slot dient (d) ook gedetailleerde informatie te worden verstrekt over de identiteit, indien die bekend is bij de onderneming, van aandeelhouders met aandelen met meervoudig stemrecht die meer dan 5% van de stemrechten van alle aandelen in de onderneming vertegenwoordigen (ook wel: «grootaandeelhouders»), en van natuurlijke personen of rechtspersonen die gemachtigd zijn om in voorkomend geval namens die aandeelhouders stemrechten uit te oefenen. In het geval de aandeelhouders of personen die gemachtigd zijn namens hen stemrechten uit te oefenen, natuurlijke personen zijn, is voor de openbaarmaking van hun identiteit enkel de verstrekking van hun naam vereist. Informatie over de (controleerende) grootaandeelhouders is

<sup>49</sup> Zie overweging 15 van de richtlijn.

<sup>50</sup> Zie overweging 16 van de richtlijn.

nodig zodat mogelijke beleggers een weloverwogen beleggingsbeslissing kunnen maken.<sup>51</sup>

#### 2.2.3.3.2. Documentatie waarin de informatie openbaar gemaakt moet worden

Artikel 5 maakt onderscheid tussen twee situaties: het eerste lid ziet op ondernemingen waarvan de aandelen zullen worden verhandeld op een mkb-groeimarkt, het tweede lid op ondernemingen waarvan de aandelen zullen worden verhandeld op een MTF die niet als mkb-groeimarkt geregistreerd staat.

In het geval van verhandeling op een mkb-groeimarkt, dient de informatie te worden opgenomen in één van de volgende documenten:

- het prospectus als bedoeld in artikel 6 van de Prospectusverordening;
- het EU-groei-uitgifteprospectus als bedoeld in artikel 15 bis van de Prospectusverordening<sup>52</sup> of
- het toelatingsdocument als bedoeld in artikel 33, derde lid, punt c van MiFiD II.

In welk document de informatie wordt opgenomen, hangt af van de vraag welke van die documenten de onderneming openbaar maakt. De richtlijn bevat geen verplichting om een nieuw type document openbaar te maken. Daarnaast wordt de hiervoor beschreven informatie opgenomen in de financiële verslagen als bedoeld in artikel 78, tweede lid, punt g van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565, indien de informatie is gewijzigd sinds openbaarmaking in een van de hiervoor genoemde documenten of in een vorig financieel verslag.

In het geval van verhandeling op een MTF die niet als mkb-groeimarkt geregistreerd staat, dient de hiervoor beschreven informatie te worden opgenomen in één van de volgende documenten:

- het prospectus als bedoeld in artikel 6 van de Prospectusverordening;
- het EU-groei-uitgifteprospectus als bedoeld in artikel 15 bis van de Prospectusverordening, of
- in eventuele op grond van het nationale recht of de regels van de betrokken MTF vereiste toelatingsdocumenten, in het geval een onderneming een dergelijk prospectus of document openbaar maakt.

In welk document de informatie wordt opgenomen, hangt af van de vraag welke van die documenten de onderneming openbaar maakt. De richtlijn bevat geen verplichting om een nieuw type document openbaar te maken. Daarnaast, indien de hiervoor beschreven informatie niet eerder is openbaar gemaakt of is gewijzigd sinds die informatie voor het laatst is openbaar gemaakt in een van deze documenten of in een vorig financieel jaarverslag, dient de informatie ook te worden opgenomen in eventuele op grond van het nationale recht vereiste financiële jaarverslagen. In de

<sup>51</sup> Zie overweging 17 van de richtlijn. Deze informatie zou beleggers in staat stellen geïnformeerde beslissingen te nemen en zo hun vertrouwen in goed functionerende kapitaalmarkten versterken.

<sup>52</sup> De richtlijn verwijst naar het in artikel 15 bis van de Prospectusverordening bedoelde EU-groei-uitgifteprospectus. De Prospectusverordening is Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG. Artikel 15 bis is aan de Prospectusverordening toegevoegd met Verordening (EU) 2024/2809 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 tot wijziging van de Verordeningen (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 en (EU) nr. 600/2014 om publieke kapitaalmarkten in de Unie aantrekkelijker te maken voor ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen (mkb-ondernemingen) te vergemakkelijken).

Nederlandse context gaat het dan om het bestuursverslag, genoemd in artikel 391 van Boek 2 BW.

De artikelsgewijze toelichting bij de wijzigingen in de Wft gaat nader in op de implementatie van deze verplichtingen.

#### 2.2.3.3.3. Technische reguleringsnormen ESMA: identificatie aandelen en kennisgeving door onderneming

Op grond van artikel 5, vijfde lid, van de richtlijn stelt de Europese Autoriteit voor effecten en markten (hierna: ESMA) ontwerpen op van technische reguleringsnormen, met twee doeleinden:

Beleggingsondernemingen en marktexploitanten (hierna ook: exploitant) die een MTF exploiteren dienen ertoe verplicht te worden om – door zich aan deze technische reguleringsnormen te houden – ervoor te zorgen dat aandelen van ondernemingen met een MVS-structuur die toelating hebben tot de handel op die MTF, duidelijk als dusdanig zijn geïdentificeerd door die exploitant (artikel 5, vierde lid, eerste zinnen). Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een merkteken dat de exploitant kan gebruiken in de aandelen naam van een onderneming met een MVS-structuur. Duidelijke identificatie bevordert transparantie, begrip bij het publiek en geïnformeerde beleggersbeslissingen.<sup>53</sup>

- Ondernemingen met een MVS-structuur dienen er daarnaast toe verplicht te worden om – opnieuw overeenkomstig de technische reguleringsnormen – de betrokken exploitant in kennis te stellen van de ingevoerde MVS-structuur (artikel 5, vierde lid, laatste zin).
- Beide verplichtingen gelden ook voor/ten aanzien van ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen reeds tot de handel op een MTF zijn toegelaten (artikel 1, tweede lid, van de richtlijn). ESMA heeft de opdracht rekening te houden met gevestigde marktnormen en goed functionerende praktijken voor het identificeren van ondernemingen met MVS-structuren. Daarbij mogen de reguleringsnormen enkel de identificatie van aandelen vaststellen en worden nationale systemen voor de classificatie van aandelen onverlet gelaten. Aan de Commissie is in artikel 5, vijfde lid (laatste zin) de bevoegdheid toegekend om de richtlijn aan te vullen met de door ESMA opgestelde technische reguleringsnormen.<sup>54</sup>

#### 2.2.3.3.4. Omgang met persoonsgegevens

In het licht van de transparantieverplichting, met name de verplichting om informatie op te nemen over de identiteit van grootaandeelhouders (artikel 5, derde lid, onderdeel d, van de richtlijn), is de omgang met persoonsgegevens van belang.

De Europese Toezichthouder voor Gegevensbescherming (EDPS) is overeenkomstig artikel 42, eerste lid, van Verordening (EU) 2018/1725<sup>55</sup> geraadpleegd en heeft op 6 februari 2023 een advies uitgebracht.<sup>56</sup>

<sup>53</sup> Zie overweging 18 van de richtlijn.

<sup>54</sup> Ibidem.

<sup>55</sup> Verordening (EU) 2018/1725 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2018 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens door de instellingen, organen en instanties van de Unie en betreffende het vrije verkeer van die gegevens en tot intrekking van Verordening (EG) nr. 45/2001 en Besluit nr. 1247/2002/EG (PB L 295 van 21.11.2018, blz. 39).

<sup>56</sup> PB C 65 van 22.2.2023, blz. 2, zie ook overweging 24 van de richtlijn.

In het advies heeft de EDPS vraagtekens gezet bij de strikte noodzaak om de identiteit van aandeelhouders met meervoudig stemrecht (of personen die het stemrecht namens hen uitoefenen) te onthullen. In dat kader heeft de EDPS vier aanbevelingen gedaan, die hun neerslag hebben gevonden in de richtlijn.

De eerste aanbeveling van de EDPS – om een overweging op te nemen waarin wordt bevestigd dat de AVG van toepassing is op de verwerking van persoonsgegevens in het kader van de richtlijn – is neergelegd in overweging 20. Daaruit blijkt dat de richtlijn de bescherming van persoonsgegevens, in het bijzonder Verordening (EU) 2016/678 (de AVG),<sup>57</sup> onverlet laat.

Ook de tweede aanbeveling – om een verwijzing naar «uiteindelijke eigendom» te schrappen uit de overwegingen bij de transparantieverplichting,<sup>58</sup> aangezien dit concept geen verband houdt met het doel en de inhoud van de te verstrekken informatie – is opgevolgd.

De derde aanbeveling van de EDPS betrof het uitvoeriger in de preambule uiteenzetten van de doelstellingen van algemeen belang waarmee de openbaarmaking en openbare toegankelijkheid van persoonsgegevens zou kunnen worden gerechtvaardigd. Ten vierde werd aanbevolen om een mechanisme te overwegen waarmee toegang tot de gegevens zou worden voorbehouden aan partijen die kunnen aantonen dat zij daar een legitiem belang bij hebben dat verband houdt met de doelstellingen van het voorstel. Een dergelijk mechanisme zou borgen dat de gegevens alleen zouden worden vrijgegeven voor beleggingsgerelateerde doeleinden.

Tegen de achtergrond van deze laatste aanbevelingen kan worden gewezen op de drempel die is toegevoegd aan artikel 5, derde lid, onderdeel d, van de richtlijn, en de rechtvaardiging van de openbaarmaking van deze gegevens in overweging 17 van de richtlijn. Er hoeft slechts informatie openbaar te worden gemaakt over de identiteit van de zogeheten grootaandeelhouders met meer dan 5% van de stemrechten. Als de aandeelhouder of gemachtigde een natuurlijk persoon is, is voor de openbaarmaking van hun identiteit alleen verstrekking van hun naam vereist. Deze informatie is noodzakelijk. Wanneer controlerende aandeelhouders tijdens het aantrekken van middelen op een publieke markt hun beslissingsbevoegdheid in de onderneming willen behouden, en dus gebruik maken van een MVS-structuur, is informatie over deze grootaandeelhouders nodig om mogelijke beleggers in staat te stellen weloverwogen beleggingsbeslissingen te maken. Openbaarmaking van deze informatie draagt daarmee bij aan geïnformeerde beleggingsbeslissingen en versterking van het vertrouwen in goed functionerende kapitaalmarkten.<sup>59</sup> Aangezien de belegger een particulier kan zijn, moet deze informatie bovendien publiekelijk beschikbaar zijn.<sup>60</sup>

<sup>57</sup> Verordening (EU) 2016/679 van het Europees Parlement en de Raad van 27 april 2016 betreffende de bescherming van natuurlijke personen in verband met de verwerking van persoonsgegevens en betreffende het vrije verkeer van die gegevens en tot intrekking van Richtlijn 95/46/EG (algemene verordening gegevensbescherming) (PB L 119 van 4.5.2016, blz. 1).

<sup>58</sup> In het voorstel betrof dit overweging 13, in de vastgestelde richtlijn zijn dit overwegingen 16–17.

<sup>59</sup> Zie overweging 17 van de richtlijn.

<sup>60</sup> Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 17.

Overigens is het Nederlands recht reeds bekend met bijvoorbeeld de transparantieplichting uit hoofde van artikel 10 van Richtlijn 2004/25/EG,<sup>61</sup> uitgewerkt in het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn. Op grond van dit besluit dienen vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de gereguleerde markt in het bestuursverslag mededeling te doen omtrent bijvoorbeeld de kapitaalstructuur van de vennootschap (onderdeel a), maar ook over bijzondere zeggenschapsrechten verbonden aan aandelen en de *naam* van de gerechtigde (onderdeel d). Dergelijke informatie kan van wezenlijk belang zijn voor een persoon die overweegt een belang in de vennootschap te verwerven.

### 3. Wijze van implementatie

#### 3.1. Methode van implementatie

Dit implementatiewetsvoorstel berust op de volgende uitgangspunten:

- Er zijn geen andere regels opgenomen dan voor de implementatie noodzakelijk. Er wordt geen extra nationaal beleid en er worden geen (nodeloze) verfijningen ten opzichte van de richtlijn uitgewerkt in dit wetsvoorstel.<sup>62</sup>
- Er is gekozen voor de implementatiewijze die de minste lasten oplegt aan het bedrijfsleven.<sup>63</sup>
- Er is zoveel mogelijk aangesloten bij de huidige opzet en systematiek van het BW en de Wft. Waar dit niet mogelijk of zinvol was, is omwille van de rechtszekerheid aangesloten bij de tekst van de richtlijn.
- Er wordt zoveel mogelijk aangesloten bij instrumenten waarin bestaande regelgeving reeds voorziet, waaronder ook begrepen de bestaande handhavingsmechanismen van de AFM (waarover meer in paragraaf 5 (Toezicht en handhaving)).<sup>64</sup>

#### 3.2. Implementatie richtlijnbevestigingen

Zoals in paragraaf 2.2.1 is uitgewerkt, bepaalt de richtlijn dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat een onderneming (i) het recht heeft op invoering van een MVS-structuur voor de toelating tot de handel van haar aandelen op een MTF, waarbij (ii) enkele waarborgen worden gegeven ter bescherming van de rechten van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht.

De onderdelen (i) en (ii) van de richtlijn worden geïmplementeerd in Boek 2 van het BW. Voor de NV als nieuw artikel 118b in Titel 4 (Naamloze vennootschappen), voor de BV als nieuw artikel 228a in Titel 5 (Besloten vennootschappen) en als wijziging in het bestaande artikel 228, vierde lid.

De transparantieplichtingen die de richtlijn voorschrijft (onderdeel iii) worden geïmplementeerd in de Wft. Het betreft een nieuwe afdeling 5.1.2. (Regels voor ondernemingen met een structuur met meervoudig stemrecht) in hoofdstuk 5.1, met de artikelen 5:5, 5:6 en 5:7, die zien op de verplichtingen voor ondernemingen met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht, waarvan aandelen zullen worden verhandeld of worden verhandeld op een in Nederland gelegen of beheerde MTF, waaronder een mkb-groeimarkt. De informatieplichting wordt nader uitgewerkt in een algemene maatregel van bestuur op grond van artikel 2:391a, tweede lid, van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Daarnaast

<sup>61</sup> Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

<sup>62</sup> Artikel 9.4 Aanwijzingen voor de regelgeving (zuivere implementatie).

<sup>63</sup> Artikel 9.5 Aanwijzingen voor de regelgeving (lastenluwe implementatie).

<sup>64</sup> Artikel 9.7 Aanwijzingen voor de regelgeving (aansluiting bij bestaande instrumenten).

worden de transparantieverplichtingen geïmplementeerd door invoeging van paragraaf 4.3.7.3 (Vereisten bij een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht) in afdeling 4.3.7 (Verlenen van beleggingsdiensten en verrichten van beleggingsactiviteiten), die de verplichtingen voor beleggingsondernemingen en marktexploitanten bevat.

### *3.3. Richtlijnbepalingen die niet worden geïmplementeerd*

In de transponeringstabel in de bijlage bij deze memorie van toelichting wordt aangegeven welke richtlijnbepalingen geen implementatie behoeven, omdat zij reeds in (het systeem van) de wet zijn verankerd, niet aan de lidstaten zijn gericht of enkel tot een feitelijk handelen van de centrale overheid verplichten zonder dat derden daarop aanspraak kunnen maken.<sup>65</sup>

### *3.4. Beleidsruimte*

De richtlijn laat op enkele onderdelen (enige) beleidsruimte aan de lidstaten. In de transponeringstabel in de bijlage wordt ook aangegeven welke richtlijnbepalingen deze ruimte bieden. Hieronder wordt uiteengezet op welke wijze invulling wordt gegeven aan deze beleidsruimte.

Artikel 3, eerste lid, tweede zin, schrijft voor het besluit tot invoering van een MVS-structuur ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht voor. Het Nederlands recht kent geen standaard invulling van een gekwalificeerde meerderheid van stemmen. Voor het besluit tot invoering wordt gekozen voor een twee derden meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Deze keuze wordt nader toegelicht in de artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 2:228a, derde lid, BW.

Artikel 3, derde lid, biedt lidstaten de mogelijkheid om de uitoefening van de versterkte stemrechten afhankelijk te stellen van de toelating van aandelen tot de handel op een MTF. Van deze mogelijkheid wordt gebruik gemaakt in de implementatie, omdat dit voorkomt dat de implementatie verder reikt dan noodzakelijk op grond van de richtlijn. De richtlijn ziet op MVS-structuren die worden ingevoerd met het oog op het verzoek tot toelating van hun aandelen tot de handel op een MTF. Een MVS-structuur kan echter al worden ingevoerd vóórdat de onderneming daadwerkelijk verzoekt om toelating tot een MTF (zie artikel 3, tweede lid, van de richtlijn). Als de mogelijkheid van artikel 3, derde lid, niet zou worden benut, kan de faciliteit van deze richtlijn een breder bereik hebben en tot een breder gebruik leiden dan noodzakelijk voor de implementatie. Door deze beperking te implementeren wordt voorkomen dat MVS-structuren in de zin van deze richtlijn worden gebruikt voor situaties buiten het bereik van deze richtlijn, namelijk buiten een notering aan een MTF.

Artikel 4, eerste lid, onderdeel a, schrijft voor een besluit tot wijziging van een MVS-structuur op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen voor dat dit besluit wordt genomen met ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht. Ook voor dit besluit wordt gekozen voor een twee derden meerderheid van de uitgebrachte stemmen. Deze keuze wordt nader toegelicht in de artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 2:228a, zesde lid, BW.

---

<sup>65</sup> Artikel 9.6 Aanwijzingen voor de regelgeving (verplichting tot feitelijk handelen).

Artikel 4, eerste lid, onderdeel b verplicht lidstaten tot het invoeren van ten minste een van de genoemde waarborgen ter bescherming van de belangen van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht, maar biedt lidstaten de ruimte om te kiezen welke van de genoemde maatregelen wordt ingevoerd. Omwille van de aansluiting bij de Nederlandse rechtspraak wordt ervoor gekozen om als (verplichte) waarborg een beperking in de besluitvorming in te voeren, door een «dubbele» gekwalificeerde meerderheid te vereisen voor bepaalde besluiten van de algemene vergadering. Deze keuze wordt nader toegelicht in de artikels-gewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 2:228a, zevende lid, BW.

Artikel 4, tweede lid, van de richtlijn biedt de lidstaten tot slot de ruimte om verdere waarborgen in te voeren ter bescherming van de belangen van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht, welke waarborgen met name de vorm van sunsetclausules kunnen aannemen. Van deze mogelijkheid wordt geen gebruik gemaakt. Uitgangspunt bij implementatie is dat er geen andere regels worden opgenomen dan voor de implementatie noodzakelijk (zuivere implementatie). Het Nederlandse recht voorziet reeds in verschillende waarborgen voor aandeelhouders wier rechten worden geraakt. Daarbij kan allereerst worden gedacht aan het enquête-recht, waar aandeelhouders op grond van artikel 2:345 jo. 2:346 BW gebruik van kunnen maken.<sup>66</sup> Aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen (waaronder begrepen: een notering aan een MTF) met aandelen die alleen of gezamenlijk ten minste 1% van het geplaatste kapitaal of ten minste een waarde van € 20 miljoen vertegenwoordigen, zijn bevoegd tot het indienen van een enquête-verzoek (artikel 2:346, eerste lid, onder d). Daarnaast kan in het Nederlands stelsel op basis van open normen worden getoetst of een (groot)aandeelhouder misbruik heeft gemaakt van zijn extra zeggenschap. Daarbij kunnen aandeelhouders zich beroepen op het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders van artikel 2:92 BW of de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Aandeelhouders kunnen hierop terugvallen wanneer een minderheidsaandeelhouder de enquêtedrempel niet haalt, en bijvoorbeeld in kort geding om een gebod of verbod vragen.

#### **4. Gevolgen voor burgers, het bedrijfsleven en overheid (incl. financiële gevolgen)**

In deze paragraaf wordt ingegaan op de regeldruk. Die bestaat uit zogenoemde inhoudelijke nalevingskosten en de administratieve lasten. Het kabinet streeft ernaar de regeldruk voor bedrijven en burgers terug te dringen.<sup>67</sup> Er wordt gestreefd naar een lastenluwe implementatie.

##### **4.1. Burgers**

Dit wetsvoorstel heeft geen gevolgen voor de regeldruk van burgers. Het wetsvoorstel is gericht op ondernemingen die gebruik maken van een MVS-structuur. In de Nederlandse situatie zijn dat naamloze en besloten vennootschappen.

<sup>66</sup> Hierbij kan ook worden gewezen op de mogelijkheid om te vragen om onmiddellijke voorzieningen (artikel 2:349a, tweede lid, BW).

<sup>67</sup> Zie het Regeerprogramma, Uitwerking van het hoofdlijnenakkoord door het kabinet d.d. 13 september 2024, p. 117–119.

## 4.2. Bedrijfsleven

### 4.2.1. Ondernemingen die gebruik maken van een MVS-structuur

Het wetsvoorstel brengt beperkte nalevingskosten en administratieve lasten mee voor het bedrijfsleven.<sup>68</sup> Het wetsvoorstel bevat geen verplichtingen voor ondernemingen, maar biedt ondernemingen een nieuwe *mogelijkheid* tot invoering van een MVS-structuur om zich aan een MTF te laten noteren. Hoewel deze mogelijkheid het mkb als doelgroep heeft, kan iedere naamloze of besloten vennootschap hier gebruik van maken.<sup>69</sup> Ondernemingen die gebruik willen maken van deze mogelijkheid krijgen te maken met beperkte aanvullende kosten. Invoering van een MVS-structuur vraagt om een eenmalige aanpassing van de statuten. Dit geschiedt bij notariële akte en brengt daarmee eenmalig notariskosten met zich. De kosten per notaris verschillen, maar de gemiddelde kosten voor een dergelijke statutenwijziging worden, aldus de KNB, ingeschat op een bedrag tussen de € 1.000 en € 2.500. De gemiddelde tijdsbesteding voor het aanleveren van de gewijzigde statuten bij het handelsregister wordt geschat op zo'n 60 minuten. De regeldrukkosten daarvoor komen (bij een uurtarief van € 54 voor een hoogopgeleide medewerker) neer op € 54.<sup>70</sup>

Er zijn daarnaast een aandeelhoudersbesluit en aanpassing van het aandeelhoudersregister nodig. Een aandeelhoudersbesluit kan worden genomen tijdens een (reeds geplande) aandeelhoudersvergadering, of buiten vergadering in het geval van een BV (artikel 2:238 BW).

Er is een bestaande wettelijke verplichting om in ieder geval jaarlijks eenmalig te vergaderen (artikelen 2:108/218 BW). Als het besluit tot invoering van een MVS-structuur tijdens die vergadering wordt genomen, zijn de extra kosten beperkt. Voor de extra voorbereiding op deze vergadering (60 minuten) en verslaglegging achteraf (60 minuten) wordt de extra tijdsbesteding geschat op zo'n 2 uur. Bij een uurtarief van € 54 (voor een hoogopgeleide medewerker) komen de regeldrukkosten op € 108 per onderneming.

Indien een extra aandeelhoudersvergadering moet worden georganiseerd, kunnen deze kosten oplopen. Deze zijn afhankelijk van bijvoorbeeld de reistijd, zaalhuur, catering, etc. Deze kosten lenen zich niet goed voor een regeldrukberekening. Hiervoor is onvoldoende informatie beschikbaar, of de kosten vallen niet onder de definitie van regeldruk.<sup>71</sup>

De gemiddelde tijdsbesteding voor het bijwerken van het aandeelhoudersregister wordt geschat op zo'n 60 minuten. Als deze gegevens worden bijgewerkt door de onderneming, komen de regeldrukkosten daarvoor (bij een uurtarief van € 54) neer op € 54.

<sup>68</sup> Dit sluit aan bij de inschatting van de Europese Commissie, zie Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761 (p. 17): «*In verband met de «one in, one out»-aanpak zijn geen gevolgen voor de administratieve kosten vastgesteld, hoewel dit initiatief naar verwachting enige aanpassingskosten tot gevolg zal hebben. Er kunnen minimale directe aanpassingskosten voor ondernemingen ontstaan om ervoor te zorgen dat een beursnotering wordt gestructureerd in overeenstemming met de nieuwe regels en meer in het bijzonder met de waarborgen voor de bescherming van de beleggers.*»

<sup>69</sup> Volgens het CBS waren er in het 2<sup>e</sup> kwartaal 2025 915 NV's en zo'n 465.000 BV's actief in Nederland: StatLine – Bedrijven; bedrijfsgrootte en rechtsvorm (met rechtsvorm gefilterd op NV en BV).

<sup>70</sup> Dit uurtarief is gebaseerd op het Handboek Meting Regeldrukkosten, Den Haag, 2023.

<sup>71</sup> Denk aan de kosten voor catering. Die vallen buiten de definitie van regeldruk; de wet verplicht een vennootschap niet om te voorzien in catering voor deelnemers aan een vergadering.

De transparantieverplichtingen in dit wetsvoorstel vragen voorts om opname van informatie over onder andere de aandelen(structuur) in stukken die toch al door de onderneming worden opgesteld en openbaar-gemaakt. Dit betreft bijvoorbeeld het (eenmalig) opnemen van deze informatie in een prospectus of financieel verslag, stukken die in beginsel – ook los van deze transparantieverplichting – worden opgemaakt bij toelating tot een MTF of mkb-groeimarkt, of bij verplichte jaarlijkse verslaggeving. Of deze stukken door de onderneming worden opgesteld en openbaar gemaakt moeten worden, volgt uit het op die stukken van toepassing zijnde wettelijke kader. Of een prospectus moet worden opgesteld of een EU-groei-uitgifteprospectus mag worden opgesteld volgt bijvoorbeeld uit het regime van de Prospectusverordening in combinatie met de Vrijstellingsregeling Wft, artikel 53.<sup>72</sup> Of een financieel verslag moet worden opgesteld, volgt uit de gedelegeerde verordening markten voor financiële instrumenten 2014 inzake organisatorische eisen. In zijn algemeenheid geldt dat indien een van de genoemde stukken op grond van zo'n wettelijk kader wordt of moet worden opgesteld en openbaar wordt gemaakt, daarbij de informatie moet worden opgenomen die nader wordt uitgewerkt in de algemene maatregel van bestuur krachtens artikel 2:391a, tweede lid, BW ter implementatie van artikel 5, derde lid, van de richtlijn.

De gemiddelde tijdsbesteding van kennisneming van de verplichting (60 minuten), het verzamelen van de benodigde gegevens (60 minuten), overleg met een adviseur of accountant (60 minuten) en het opnemen van de gegevens in de desbetreffende stukken (60 minuten) wordt geschat op zo'n 4 uur. Bij een uurtarief van € 54 (voor een hoogopgeleide medewerker)<sup>73</sup> komen de regeldrukkosten op € 216,- per onderneming.

Ondernemingen dienen daarnaast de betrokken beleggingsondernemingen en marktexploitanten conform technische reguleringsnormen in kennis te stellen van de gebruikte aandelenstructuren. De ontwerpen van deze technische reguleringsnormen worden uiterlijk op 5 december 2025 door de ESMA ingediend bij de Commissie. Ook voor deze kennisgeving kunnen (eenmalige) kosten worden gemaakt. Zolang deze technische reguleringsnormen nog niet zijn gepubliceerd kan van de hieraan verbonden regeldrukkosten op dit moment geen valide inschatting worden gemaakt.

#### 4.2.2. Beleggingsondernemingen en marktexploitanten die een MTF exploiteren

Naast het effect op ondernemingen die zich willen laten noteren aan een MTF, krijgen ook beleggingsondernemingen en marktexploitanten die een MTF exploiteren te maken met extra kosten, omdat zij zich aan de door de ESMA vast te stellen technische reguleringsnormen dienen te houden om ervoor te zorgen dat de aandelen van ondernemingen die gebruik maken van de geboden faciliteit ook duidelijk als zodanig worden geïdentificeerd. Ook hiervoor geldt dat op dit moment, zolang deze technische reguleringsnormen niet zijn gepubliceerd, geen valide inschatting kan worden gemaakt van de regeldrukkosten verbonden aan deze technische reguleringsnormen.

---

<sup>72</sup> Verordening (EU) nr. 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een geregelende markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

<sup>73</sup> Zie het Handboek Meting Regeldrukkosten, Den Haag, 2023.

#### 4.3. Overheid

Dit wetsvoorstel heeft geen gevolgen voor de Rijksbegroting. Indien een onderneming de statuten wijzigt in verband met de invoering van een MVS-structuur, dienen de gewijzigde statuten te worden gedeponereerd in het handelsregister (bij de Kamer van Koophandel). Dit betreft een eenmalige deponering. Gelet op de mogelijkheden die in het Nederlands recht bestaan en reeds worden benut om een mechanisme met meervoudig stemrecht te creëren, is het niet de verwachting dat op grote schaal gebruik zal worden gemaakt van deze nieuwe wettelijke faciliteit. Naar verwachting zal de eventuele werklast die voortvloeit uit eventuele extra deponering van gewijzigde statuten geen of nauwelijks gevolgen hebben voor de Kamer van Koophandel.

#### 5. Toezicht en handhaving

Dit wetsvoorstel bevat de verplichting voor beleggingsondernemingen en marktexploitanten die een MTF exploiteren om er, overeenkomstig de door de ESMA vastgestelde technische reguleringsnormen, voor te zorgen dat de aandelen van vennootschappen met een MVS-structuur die zijn toegelaten tot de handel op een MTF, duidelijk als zodanig worden geïdentificeerd. Daarnaast wordt een dergelijke exploitant ertoe verplicht de toelating tot de handel van aandelen van een onderneming niet tegen te houden op grond van het feit dat de onderneming een MVS-structuur heeft ingevoerd. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is belast met het toezicht op deze exploitanten en de handhaving van de verplichtingen waar zij aan moeten voldoen. De AFM verwacht dat de gevolgen van de implementatie van de richtlijn gering zijn voor de uitvoering van deze taken en heeft daarom afgezien van een uitvoeringstoets.

#### 6. Evaluatie

De Europese Commissie zal uiterlijk op 5 december 2028 een verslag over de uitvoering en de doeltreffendheid van de richtlijn indienen bij het Europees Parlement en de Raad. Daarin zal ook worden stilgestaan bij de vraag of het wenselijk is het toepassingsgebied van de richtlijn uit te breiden. In het kader van deze evaluatie op Europees niveau, dient Nederland uiterlijk op 5 december 2027 de in artikel 6 van de richtlijn opgesomde informatie aan de Europese Commissie te verstrekken.

#### 7. Advies en consultatie

Van 7 juli tot 1 september 2025 is over een voorontwerp van dit wetsvoorstel geconsulteerd via internet. Naast een reactie van experts uit de praktijk, zijn reacties ontvangen van de volgende koepels: Vereniging VNO-NCW (hierna: VNO-NCW) en Koninklijke Vereniging MKB-Nederland (hierna: MKB-Nederland), European Investors en Vereniging van Effectenbezitters (hierna: VEB), Stichting Eumedion (hierna: Eumedion), de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (hierna: GCV) en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (hierna: VEUO). Daarnaast is het voorontwerp besproken met de Raad voor de Jaarverslaggeving (hierna: RJ). De Autoriteit Persoonsgegevens (hierna: AP) en het Adviescollege Toetsing Regeldruk (hierna: ATR) zijn om advies gevraagd en daarnaast zijn ter voorbereiding op de consultatie enkele aspecten van het voorontwerp besproken met de Commissie Vennootschapsrecht.

Uit de ontvangen reacties volgt brede steun voor de implementatie van de MVS-structuur als een afgebakende faciliteit, waarbij uitdrukkelijk niet is beoogd om enige reflexwerking uit te laten gaan op andere mechanismen waarmee in Nederland de zeggenschap per aandeel kan worden vergroot. Een gevolg hiervan is dat er in bepaalde gevallen enig verschil bestaat in de wijze waarop de aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht worden beschermd. VEB en Eumedion zijn er voorstander van om de beschermingsbepalingen uit de richtlijn wel breder te trekken, waarop in deze paragraaf nader in zal worden gegaan. Daarnaast wordt de verwachting breed gedeeld dat in Nederland niet veel gebruik zal worden gemaakt van de MVS-structuur, omdat wordt gevonden dat de reeds in Nederland bestaande varianten meer flexibiliteit bieden voor ondernemers.

De consultatie heeft verder diverse suggesties opgeleverd tot verbetering van de regeling, dan wel de toelichting daarop. Dat heeft geleid tot aanscherping of verduidelijking van onderdelen van de regeling en de bijbehorende toelichting. De hoofdelementen zijn gelijk gebleven. De Commissie Vennootschapsrecht heeft over dit aangepaste voorontwerp en toelichting advies uitgebracht. Hieronder wordt ingegaan op de aandachtspunten die uit de reacties en adviezen naar voren kwamen en tot welke aanpassingen de consultatiereacties en de adviezen hebben geleid. De AP en het ATR hebben geen aan- of opmerkingen op het wetsvoorstel. Het eindoordeel van het ATR luidt «indienen».

Het merendeel van de respondenten en de Commissie Vennootschapsrecht hebben verzocht om verduidelijkingen in de regeling aan te brengen, in lijn met (de terminologie van) Boek 2 BW, over de wijze waarop het meervoudig stemrecht wordt ingevoerd, toegepast en, in enkele gevallen, begrensd. In de regeling is daarom opgenomen dat de MVS-structuur wordt ingevoerd door een statutenwijziging, zoals gebruikelijk is bij meervoudig stemrecht. Verduidelijkt is dat de regeling toegepast kan worden zolang de MTF-notering duurt. Als de MTF-notering eindigt (al dan niet omdat de vennootschap overgaat naar de gereglementeerde markt) vervalt de toepassing van de MVS-structuur van rechtswege. De oude statutaire bepalingen gelden dan weer, zoals die luiden voorafgaand aan de wijziging waarmee het meervoudig stemrecht is ingevoerd. In de praktijk verdient het aanbeveling om bij de statutenwijziging tot invoering van de MVS-structuur reeds in deze situatie te voorzien. Hetzelfde geldt wanneer de MVS-structuur door een statutenwijziging al is ingevoerd voordat het verzoek om toelating van de aandelen tot de handel is gedaan. De richtlijn vereist dat dit mogelijk moet zijn. Het meervoudig stemrecht kan evenwel pas worden toegepast wanneer de toelating een feit is. Dat levert een situatie op waarin het meervoudig stemrecht wel is ingevoerd (want de statuten zijn gewijzigd), maar nog niet kan worden toegepast (want de toelating tot de MTF is nog geen feit). Ook dan gelden de oude statutaire bepalingen, zoals die luiden voorafgaand aan de wijziging tot invoering van het meervoudig stemrecht. Het is wenselijker als in de praktijk de invoering van het meervoudig stemrecht kan aansluiten op het moment waarop de aandelen worden toegelaten, zodat het direct kan worden toegepast. Experts uit de praktijk hebben gewezen op de mogelijkheid om dit te realiseren door de notariële akte voor de statutenwijziging te verlijden voorafgaand aan het moment van de toelating. De redactie van de regeling is aangepast, om deze praktijk uitdrukkelijk mogelijk te maken. In het artikelsgewijze deel wordt hierop nader ingegaan.

Over de begrenzing van het meervoudig stemrecht had ook het merendeel van de respondenten vragen, met name over wat een «operationeel besluit» in dat kader betekent. De invloed van de contro-

lerend aandeelhouder op, kort gezegd, belangrijke, niet «operationele besluiten» van de algemene vergadering, moet volgens de richtlijn worden begrensd, door strengere eisen aan de stemming te stellen (artikel 118b/228a, zesde lid). De betekenis van de term is daarom van belang voor de vraag of een besluit rechtsgeldig is genomen. De term «operationele besluiten» is overgenomen uit de richtlijn en komt niet al voor in Boek 2 BW. De term is een Europeesrechtelijk begrip en is daarom als zodanig blijven staan in het wetsvoorstel. In het algemeen deel is de betekenis van de term nader verkend (paragraaf 2.2.3 onder ii) en in de artikelsgewijze toelichting is zoveel mogelijk aangegeven welke besluiten uit Boek 2 BW binnen het toepassingsbereik van de beschermingsbepaling en de uitzonderingen vallen. Ook over de eisen die aan de stemming worden gesteld, zijn enkele opmerkingen en vragen van respondenten gewijd. De gekozen optie uit de richtlijn luidt dat de belangrijke, niet operationele besluiten van de algemene vergadering moeten worden genomen met een wettelijk voorgeschreven meerderheid van zowel de uitgebrachte stemmen als van (i) hetzij het op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, (ii) hetzij het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. De richtlijn laat het aan de lidstaten over om bij de implementatie ofwel zelf een keuze te maken tussen de twee laatstgenoemde criteria, ofwel deze keuze aan de vennootschap over te laten. Het voorontwerp liet deze keuze aanvankelijk aan de vennootschap, om de praktijk zoveel mogelijk flexibiliteit te bieden. Naar aanleiding van het advies van de Commissie Vennootschapsrecht en de reacties van de GCV en de VEVO, is deze keuzemogelijkheid voor de vennootschap verlaten door het criterium «op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal» te schrappen. Een keuzemogelijkheid voor de vennootschap zou in de statuten moeten worden opgenomen. In de Nederlandse context zou een controlerend aandeelhouder daarbij een versterkte meerderheid van «het op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal» in de hand kunnen werken, door voor de aandelen met meervoudig stemrecht een evenredig hogere nominale waarde per aandeel te kiezen. Met het oog op de effectieve bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht is daarom enkel «het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen» behouden. Deze keuze leidt tevens tot meer duidelijkheid. De criteria voor geldige besluitvorming blijken uit de wettekst en hoeven niet te worden uitgewerkt in de statuten.

Wat betreft de beschermingsbepalingen uit de richtlijn in het algemeen, zijn Eumedion en VEB er voorstander van dat deze niet alleen gaan gelden voor de MVS-structuur uit de richtlijn, maar ook op Nederlandse varianten worden toegepast. Hiermee zouden ook onduidelijkheden voor (buitenlandse) beleggers over de geldende bescherming worden weggenomen. Omdat hiermee buiten het toepassingsbereik van de richtlijn zou worden getreden, betreft het nieuw nationaal beleid dat voor de implementatie niet noodzakelijk is. Daarom is aan deze reactie geen opvolging gegeven. Eventuele onduidelijkheid over de geldende bescherming voor beleggers is weggenomen door toe te voegen dat bij de invoering van een MVS-structuur de wettelijke grondslag moet worden vermeld (artikel 118b/228a, derde lid). Er kan dan geen twijfel bestaan over de toepasselijkheid van de beschermingsbepalingen, die eveneens uit deze artikelen volgen. Tegelijkertijd wordt ook de omgekeerde situatie hierdoor verduidelijkt. Als het meervoudig stemrecht niet is gebaseerd op artikel 118b of 228a BW, dan zijn ook de beschermingsbepalingen uit deze artikelen niet van toepassing.

Tot slot bepaalde het voorontwerp in het kader van de transparantieverplichtingen dat informatie over de MVS-structuur in bepaalde gevallen zou moeten worden opgenomen in de overige gegevens, op grond van

artikel 2:392 BW. Aan dat artikel werd toegevoegd welke informatie openbaar zou moeten worden gemaakt. Na overleg met de Raad voor de Jaarverslaggeving is besloten deze informatie niet toe te voegen aan de overige gegevens, maar aan het bestuursverslag. Het bestuursverslag is internationaal bekender dan de overige gegevens. De keuze voor het bestuursverslag sluit bovendien beter aan bij de (deels al bestaande) praktijk. Het ligt voor de hand dat het bestuur in een bestuursverslag ingaat op een wijziging van de aandelenstructuur en een notering aan een MTF. Voor beursgenoteerde vennootschappen geldt reeds een verplichting om vergelijkbare informatie op te nemen in het bestuursverslag.<sup>74</sup>

## **8. Overgangsrecht en inwerkingtreding**

Het wetsvoorstel voorziet niet in overgangsrecht en heeft onmiddellijke werking. In artikel III wordt verduidelijkt dat artikelen 5:5 en 5:6 Wft van toepassing zijn op de financiële verslagen en bestuursverslagen die worden opgesteld over de boekjaren die aanvangen op of na 5 december 2026.

Uiterlijk op 5 december 2026 dient de richtlijn te worden omgezet in nationale wetgeving. De inwerkingtreding van het implementatiewetsvoorstel vindt plaats bij koninklijk besluit.

## **II. ARTIKELSGEWIJZE TOELICHTING**

### **ARTIKEL I (Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek)**

Dit artikel bevat de wijzigingen die worden doorgevoerd in Boek 2 BW.

#### **Onderdeel A, B en C**

##### **Artikel 118b en 228a**

In Titel 4 wordt een nieuw artikel 118b ingevoegd voor de NV (Onderdeel A). In Titel 5 wordt een nieuw artikel 228a ingevoegd voor de BV (Onderdeel C). Omdat deze regelingen nagenoeg gelijklopend zijn, worden ze hierna gezamenlijk gesproken.

##### ***Eerste lid; definitiebepalingen***

Ten behoeve van de leesbaarheid van de rest van het artikel, zijn in het eerste lid definitiebepalingen opgenomen van begrippen die in artikel 118b en artikel 228a voorkomen of hiervoor relevant zijn. De definitiebepalingen zijn alleen van toepassing op artikel 118b respectievelijk artikel 228a en niet op andere artikelen in Boek 2 BW. De definities zijn zoveel mogelijk woordelijk overgenomen uit artikel 1, onderdeel 1–6, van de richtlijn. Op de volgende punten is van de tekst van de richtlijn afgeweken.

In de definitie van aandeel met meervoudig stemrecht is de term «specifieke en afzonderlijke soort» uit de richtlijn vervangen door de in Boek 2 gebruikelijke term «van een bepaalde soort», omdat deze conceptueel aan elkaar gelijk zijn. Daarnaast is de zinsnede «ten aanzien van kwesties waarover in de algemene vergadering moet worden beslist» uit de richtlijn geschrapt, omdat dit in de Nederlandse context het onbedoelde gevolg zou kunnen hebben dat het meervoudig stemrecht niet zou gelden in het geval van besluitvorming buiten vergadering. Aan de definitie van MVS-structuur is toegevoegd dat het gaat om een

<sup>74</sup> Zie artikel 1, eerste lid, van het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn.

structuur met meervoudig stemrecht die is ingevoerd op grond van de artikelen 118b/228a. Zonder deze toevoeging, zou ook het meervoudig stemrecht op grond van artikel 2:228, vierde lid, BW onder het toepassingsbereik vallen, terwijl het juist de bedoeling is deze faciliteiten van elkaar te onderscheiden. Onderdeel 1 («onderneming») uit artikel 1 van de richtlijn behoeft geen afzonderlijke implementatie in Boek 2 BW, nu de op de «onderneming» toepasselijke regels worden geïmplementeerd in de titels die zien op het type ondernemingen dat onder de richtlijn valt. Ook onderdeel 6 («mkb-groeimarkt») behoeft geen implementatie, nu er in Boek 2 BW geen onderscheid wordt gemaakt tussen bepalingen die zien op de situatie van notering aan een MTF zijnde een mkb-groeimarkt of notering aan een MTF niet-zijnde een mkb-groeimarkt. Onderdeel c («gereguleerde markt») en onderdeel d («multilaterale handelsfaciliteit») behoeven geen afzonderlijke toelichting, omdat zij verwijzen naar reeds bestaande definities in artikel 1:1 Wft. Ten aanzien van onderdeel a («aandeel met meervoudig stemrecht») en onderdeel b («structuur met aandelen met meervoudig stemrecht») van de in artikel 118b en artikel 228a opgenomen definities geldt het volgende.

Het uitgangspunt in het Nederlands vennootschapsrecht is dat aan alle aandelen van een gelijk bedrag, voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, gelijke rechten en verplichtingen zijn toegekend (artikel 2:92, eerste lid, BW) en dat het stemrecht zich evenredig verhoudt tot de nominale waarde van de aandelen (artikelen 2:118/228, tweede en derde lid, BW). Is het kapitaal van de onderneming verdeeld in aandelen van hetzelfde bedrag, dan is aan ieder aandeel in beginsel één stem verbonden (artikel 2:118/228, tweede lid, BW). Is het kapitaal van de onderneming verdeeld in aandelen van verschillend bedrag, dan is het aantal stemmen van iedere aandeelhouder gelijk aan het aantal malen dat de nominale waarde van zijn aandelenpakket deelbaar is door de nominale waarde van het kleinste aandeel (artikelen 2:118b/228a, derde lid, BW).

In geval van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in de zin van de richtlijn (MVS-structuur) wordt dit evenredigheidsbeginsel verlaten. Aan één aandeel kan meer of minder dan één stem worden verbonden en het aantal stemmen hoeft niet in verhouding te staan tot de nominale waarde van het aandeel. Van een MVS-structuur is sprake als er tenminste twee soorten aandelen zijn, waarvan (ten minste) één soort een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan de andere soort met stemrecht (zie paragraaf 2.2.2). In de definitiebepaling is zoveel mogelijk aangesloten bij de bewoording van artikel 2 van de richtlijn. Daar waar de richtlijn echter spreekt over «categorieën aandelen»,<sup>75</sup> is aansluiting gezocht bij het «soort» aandelen waar zowel de Nederlandse NV als BV mee bekend zijn (artikelen 2:67 en 2:175, eerste lid, BW).<sup>76</sup>

### ***Tweede lid; het recht op een MVS-structuur***

Het tweede lid implementeert artikel 3, eerste lid, eerste zin, van de richtlijn. Beschreven wordt wanneer een vennootschap het recht heeft om een MVS-structuur in te voeren volgens de regeling in artikel 118b/228a. Daarvan is sprake als de vennootschap nog geen aandelen verhandelt op een MTF of een gereguleerde markt, maar dat wel graag wil doen op een MTF. De richtlijn beoogt voor deze groep de toegang tot de kapitaal-

<sup>75</sup> In het Engels: «distinct and separate class of shares».

<sup>76</sup> Dit sluit ook aan bij de implementatie van bepalingen uit de Vennootschapsrichtlijn, waar de vertaling van «classes of shares» (zie bijvoorbeeld artikel 74 van de Vennootschapsrichtlijn) zowel is vertaald, als is geïmplementeerd als «verschillende soorten aandelen» (zie artikel 2:99 BW). Dit betreft dan ook vooral een vertalingskwestie.

markten te verbeteren. Vennootschappen die al aandelen verhandelen hebben niet de steun nodig die de richtlijn beoogt te geven. Zij hebben hun weg naar de kapitaalmarkten al gevonden.

Het «recht» om een MVS-structuur in te voeren, wordt geïmplementeerd als een «kan»-bepaling, zoals in Boek 2 BW gebruikelijk is. Dat de vennootschappen de MVS-structuur kunnen invoeren «met het oog op» een MTF-notering drukt uit dat het gaat om de bedoeling van een vennootschap om de aandelen op een MTF te gaan verhandelen. De richtlijn schrijft voor dat het recht om een MVS-structuur in te voeren ziet op de periode voorafgaand aan de notering. Dit betekent dat de MVS-structuur ingevoerd moet kunnen worden op een moment waarop nog niet duidelijk is of de aandelen tot de handel op de MTF worden toegelaten. Het gaat op dat moment dus uitsluitend nog om de bedoeling van de vennootschap. De zinsnede «met het oog op de toelating van haar aandelen tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit» houdt daarmee geen vereiste in voor de rechtsgeldigheid van een ingevoerde MVS-structuur. Die vereisten zijn neergelegd in het derde en vierde lid van de regeling. Hieruit volgt onder meer dat een ingevoerde MVS-structuur pas toegepast kan worden als de aandelen daadwerkelijk zijn toegelaten tot de handel op een MTF (derde lid). In de praktijk zal het dus zinloos zijn om een MVS-structuur in te voeren zonder het voornemen om aandelen op een MTF te verhandelen, omdat de MVS-structuur in zo'n geval geen werking zal hebben. De zinsnede «met het oog op de toelating van haar aandelen tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit» verheldert dus uitsluitend het toepassingsbereik van de regeling. In de toelichting bij artikelen 118b/228, derde lid, wordt nader ingegaan op de vereisten die wel gelden voor de invoering van een MVS-structuur.

In het tweede lid wordt voorts verduidelijkt dat met een MVS-structuur wordt afgeweken van het evenredig stemrecht (het wettelijk uitgangspunt dat volgt uit artikel 2:118/228, tweede en derde lid, BW) (zie ook hiervoor, in de toelichting op eerste lid). Deze afwijking doet niet af aan de mogelijkheden die deze leden bieden om het *aandelenkapitaal* te verdelen in aandelen van eenzelfde bedrag (tweede lid) of in aandelen van verschillend bedrag (derde lid). Ook bij een MVS-structuur kan het aandelenkapitaal dus bestaan uit aandelen met een verschillende nominale waarde. De afwijking van artikel 2:118/228 tweede en derde lid, BW ziet op het aantal *stemmen* dat aan deze aandelen is verbonden. Daarvoor in de plaats geldt immers het meervoudig stemrecht zoals dat op grond van het tweede lid wordt ingevoerd.

Nederland is reeds bekend met verschillende mechanismen waarmee aan bepaalde aandelen meer zeggenschap kan worden toegekend dan aan andere aandelen, en dus (ook) wordt afgeweken van het evenredig stemrecht. Het is van belang om stil te staan bij de verhouding tussen deze in de Nederlandse praktijk reeds gebruikte mechanismen en het recht op een MVS-structuur dat het tweede lid introduceert.

De richtlijn laat lidstaten ruimte om nationale bepalingen in te voeren of te handhaven die structuren met aandelen met meervoudig stemrecht toestaan of verbieden *voor andere doeleinden* dan het verzoeken om de toelating tot de handel van aandelen op een MTF.<sup>77</sup> Uit de richtlijn blijkt bovendien dat diverse (in Nederland bekende) mechanismen niet kunnen worden gezien als een MVS-structuur in de zin van de richtlijn, omdat de techniek afwijkt van de wijze waarop de richtlijn meervoudig stemrecht definieert (zie paragraaf 2.2.2 en de opsomming hierna).

---

<sup>77</sup> Zie overweging 10 van de richtlijn.

Tegen deze achtergrond wordt het recht uit artikel 3 van de richtlijn in Boek 2 BW geïmplementeerd als een afgebakende faciliteit, waar ondernemingen gebruik van kunnen maken wanneer zij een verzoek willen doen tot toelating tot de handel van haar aandelen op een MTF. Het is uitdrukkelijk niet beoogd enige reflexwerking van deze faciliteit uit te laten gaan op andere mechanismen waarmee de zeggenschap per aandeel kan worden vergroot. De nieuwe wettelijke faciliteit laat de onder Nederlands recht reeds bestaande mogelijkheden om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden onverlet, met uitzondering van de mogelijkheid die artikel 2:228, vierde lid, BW biedt (zoals hierna nader wordt toegelicht onder artikel B). Daarbij kan worden gedacht aan:

- *High/low voting stock-structuur*. Er kan gedifferentieerd worden in stemrechten aan de hand van de nominale waarde van de aandelen.<sup>78</sup> Indien het (maatschappelijk) kapitaal in aandelen van *verschillend bedrag* is verdeeld, is het aantal stemmen van iedere aandeelhouder gelijk aan het aantal malen dat het bedrag van het kleinste aandeel is begrepen in het gezamenlijk bedrag van zijn aandelen (artikelen 2:118 en 2:228, derde lid, BW). Door in de statuten te voorzien in verschillende soorten aandelen met een verschillende nominale waarde kan dus bewerkstelligd worden dat de houder van het ene aandeel meer stemmen kan uitbrengen dan de houder van een ander aandeel.<sup>79</sup> Uit overweging 4 van de richtlijn volgt dat een structuur waarin het verschil uitsluitend wordt bepaald door het verschil in nominale waarde tussen de aandelen geen MVS-structuur in de zin van de richtlijn is. In de nieuwe artikelen 118b/228a, tweede lid, wordt verhelderd dat een MVS-structuur kan worden ingevoerd in afwijking van artikel 2:118/228, derde lid, BW, op basis waarvan immers een verschil in nominale waarde per soort aandeel zou moeten bestaan om te kunnen differentiëren in het stemrecht.
- *Loyaliteitsaandelen*. Meervoudig stemrecht kan ook gecreëerd worden door middel van loyaliteitsaandelen, waarbij loyaliteit van de aandeelhouder wordt beloond met extra zeggenschap (loyaliteitsstemrecht).<sup>80</sup> Ook loyaliteitsaandelen vallen blijkens overweging 6 van de richtlijn uitdrukkelijk niet onder de reikwijdte van de richtlijn.
- *Degressief stemrecht bij de NV*. Het NV-recht kent een regeling van degressief stemrecht in artikel 2:118, vierde lid, BW.<sup>81</sup> Er geldt geen wettelijk meerderheidsvereiste voor de besluitvorming over invoering van een dergelijke stemrechtbeperking bij een NV. In het tweede lid van artikel 118b is verankerd dat deze regeling niet van toepassing is, als gebruik wordt gemaakt van het recht om een MVS-structuur in te voeren. De regelingen kunnen niet gelijktijdig worden toegepast.<sup>82</sup>
- *Ongelijk stemrecht bij de NV*. Op grond van de regeling van ongelijk stemrecht van artikel 2:118, vijfde lid, BW kan ook op andere wijzen een ongelijk stemrecht voor aandeelhouders worden gecreëerd, zolang

<sup>78</sup> Zie, onder velen, bijvoorbeeld Kalisvaart, «Meervoudig stemrecht», *Onderneming en Financiering* 2019/27.

<sup>79</sup> In deze structuur gaat het verkrijgen van extra stemrecht in beginsel gepaard met een extra volstortingsplicht op de aandelen; de nominale waarde van de *high voting stock* is immers hoger.

<sup>80</sup> Als daarin wordt voorzien, krijgt een aandeelhouder die gedurende een bepaalde termijn onafgebroken gewone aandelen in bezit heeft gehad naast ieder gewoon aandeel een loyaliteitsaandeel, zonder dat hier extra kapitaalbreng van deze aandeelhouder tegenover staat. Het loyaliteitsaandeel geeft eenzelfde stemrecht als een gewoon aandeel, maar een marginaal winstrecht. Loyaliteitsaandelen zijn niet in de wet geregeld.

<sup>81</sup> Dit artikel beperkt het stemrecht in die zin dat bij een groter bedrag aan aandelen het aantal stemmen niet in dezelfde mate stijgt. Verdere voorwaarden zijn dat (i) aandeelhouders wier (nominaal) bedrag aan aandelen gelijk is, ongeacht of het verschillende soorten aandelen betreft, hetzelfde aantal stemmen moeten kunnen uitbrengen, en (ii) de beperking voor houders van een groter nominaal bedrag aan aandelen niet gunstiger geregeld mag zijn dan voor houders van een kleiner bedrag aan aandelen.

<sup>82</sup> Zie overweging 10 van de richtlijn.

iedere aandeelhouder ten minste één stem heeft. Het stemrecht kan in de statuten naar eigen wens worden geregeld, zolang eenzelfde aandeelhouder niet meer dan drie stemmen (bij een maatschappelijk kapitaal van minder dan 100 aandelen) respectievelijk zes stemmen (bij een maatschappelijk kapitaal van meer dan 100 aandelen) wordt toegekend. In het tweede lid wordt verhelderd dat ook deze regeling niet van toepassing is ten aanzien van een MVS-structuur. Ook deze regeling is niet toepasbaar als gebruik wordt gemaakt van het recht om een MVS-structuur in te voeren op grond van 118b/228a, tweede lid.

Ten aanzien van de BV geldt dat een vennootschap met een MVS-structuur ook stemrechtloze aandelen kan hebben. Stemrechtloze aandelen vallen niet binnen het toepassingsbereik van de richtlijn (zoals expliciet volgt uit overweging 5), zodat op dit punt het nationale recht geldt.

### ***Derde lid; invoering van een MVS-structuur bij de statuten***

Het derde lid verduidelijkt dat een MVS-structuur bij de statuten wordt ingevoerd. Het derde lid regelt daarnaast onder welke voorwaarden deze statutaire regeling toepassing vindt, conform de mogelijkheid die de richtlijn biedt, namelijk uitsluitend indien en zolang de aandelen op een MTF worden verhandeld. Dit betreft de implementatie van artikel 3, derde lid, van de richtlijn. Op grond van dit artikel kunnen lidstaten de uitoefening van de versterkte stemrechten afhankelijk stellen van de toelating tot een MTF.<sup>83</sup> Er wordt gebruik gemaakt van deze lidstaattoptie om te voorkomen dat de implementatie een breder toepassingsbereik heeft dan noodzakelijk op grond van de richtlijn (zie ook paragraaf 3.4). Als niet voor deze lidstaattoptie zou worden gekozen, dan zou een MVS-structuur ongemerkt toegepast kunnen worden buiten de situatie waarin een vennootschap toelating zoekt tot een MTF. Dit verhoudt zich niet goed tot de wens om de richtlijn te implementeren op een manier die het bestaande Nederlandse systeem zo min mogelijk doorkruist. Het derde lid implementeert deze mogelijkheid, door een verschil te creëren tussen de invoering van een MVS-structuur en de toepassing ervan. De MVS-structuur wordt ingevoerd door een wijziging van de statuten. De vereisten hiervoor zijn opgenomen in het vierde lid en hieronder nader toegelicht. Het derde lid stelt de toepassing van de (ingevoerde) MVS-structuur afhankelijk van de notering van de aandelen op een MTF. De MVS-structuur vindt pas toepassing zodra de toelating van de aandelen tot de handel op een MTF een feit is en duurt voort zolang de aandelen op deze MTF worden verhandeld. Tussen het moment van invoering van de MVS-structuur en het moment waarop de aandelen tot de handel op een MTF worden toegelaten, gelden ten aanzien van het stemrecht dat aan ieder soort aandelen is verbonden de statuten zoals die luiden voorafgaand aan de statutenwijziging waarmee de MVS-structuur werd ingevoerd. Als de statuten daarover geen bepalingen bevatte, zal worden teruggevallen op het wettelijk systeem van artikel 2:118/228 BW: in beginsel één aandeel, één stemrecht (tweede lid), met de mogelijkheid om te variëren met het stemrecht aan de hand van de nominale waarde van de aandelen (derde lid). Hetzelfde geldt voor de situatie waarin de MTF-notering wordt beëindigd. Wanneer de aandelen niet langer op de MTF worden verhandeld, vindt de MVS-structuur geen toepassing meer en wordt van rechtswege teruggevallen op de statutaire regeling zoals die luidde voor de invoering van de MVS-structuur.

---

<sup>83</sup> Zie ook overweging 12 van de richtlijn.

Deze situatie is in resultaat gelijk aan wat de richtlijn beoogt, maar wijkt af van de overweging die hieraan is gewijd (overweging 12). In de richtlijn wordt overwogen dat in de periode tussen de invoering en de toepassing van het meervoudig stemrecht de aandelen met meervoudig stemrecht over dezelfde stemrechten beschikken als alle andere aandelen categorieën. De stemrechten die de controlerend aandeelhouder per aandeel méér heeft dan de aandeelhouders met aandelen zonder meervoudig stemrecht, tellen niet mee bij de stemrechtverdeling. Dit principe wijkt af van het wettelijk uitgangspunt in Nederland, dat het stemrecht zich evenredig verhoudt tot de nominale waarde van de aandelen (artikelen 2:118/228, tweede en derde lid, BW). Het is onwenselijk als na de invoering van een MVS-structuur een nieuwe regel gaat gelden, die een afwijking behelst van zowel de Nederlandse hoofdregel als de MVS-structuur die gaat gelden als de aandelen tot de handel zijn toegelaten. Een dergelijke aanpassing van het nationale recht heeft de richtlijn niet beoogd. De richtlijn heeft uitsluitend mogelijk willen maken dat lidstaten de toepassing van het meervoudig stemrecht afhankelijk kunnen stellen van de toelating van de aandelen tot de handel aan een MTF. Bij de implementatie is er daarom voor gekozen om dit resultaat te bereiken door de statutenwijziging tot invoering van de MVS-structuur toepassing te laten vinden zodra de toelating van de aandelen tot de handel een feit is.

Het derde lid bevat voorts een tweetal technische aanvullingen op de richtlijn, die noodzakelijk zijn om de implementatie goed aan te laten sluiten op Boek 2 BW. Allereerst schrijft het derde lid voor dat als een MVS-structuur wordt ingevoerd, de statuten vermelden dat het gaat om de regeling op grond van artikelen 118b/228a. Het is van belang dat beleggers weten of het meervoudig stemrecht op grond van deze regeling is gecreëerd. Is dat het geval, dan gelden de beschermingsbepalingen uit de richtlijn die de invloed van het meervoudig stemrecht op bepaalde besluiten beperken (zoals geïmplementeerd in de leden 5 en 6), in aanvulling op het reeds bestaande regime in Nederland. Kent het meervoudig stemrecht een andere grondslag, dan gelden deze beschermingsbepalingen niet. Het derde lid verduidelijkt daarnaast dat het meervoudig stemrecht geldt voor alle besluiten van de algemene vergadering, met uitzondering van de hiervoor genoemde besluiten waarbij de invloed van het meervoudig stemrecht wordt beperkt ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht. Deze verduidelijking is gebaseerd op artikel 2:228, vierde lid, BW, dat BV's reeds de mogelijkheid biedt om meervoudig stemrecht in te voeren. Als het meervoudig stemrecht op deze bepaling is gebaseerd, geldt het voor alle besluiten van de algemene vergadering. Dit betekent dat het niet mogelijk is voor de BV om zelf te bepalen dat het meervoudig stemrecht bij sommige besluiten wel en bij sommige besluiten niet kan worden toegepast (differentiatie). Zonder een vergelijkbare bepaling in artikelen 118b/228a kan de indruk ontstaan dat differentiatie bij deze regeling wel mogelijk is. Dit moet worden vermeden, omdat differentiatie de invloed van het meervoudig stemrecht beperkt op een manier waarin de richtlijn niet voorziet. Dit zou in strijd zijn met de richtlijn.

De richtlijn voorziet in het recht op een MVS-structuur voor ondernemingen die om toelating van hun aandelen tot de handel op een MTF verzoeken. De richtlijn schrijft niet voor hoe om dient te worden gegaan met de situatie waarin de notering eindigt, bijvoorbeeld omdat de onderneming haar aandelen niet langer op een MTF, maar op een gereglementeerde markt wenst te verhandelen. Zoals volgt uit het derde lid, is uitoefening van het versterkte stemrecht afhankelijk van de toelating tot een MTF. Dit sluit ook aan bij het doel van de richtlijn, om notering op handelsplatformen die voornamelijk gericht zijn op mkb-ondernemingen,

zoals mkb-groeimarkten en andere MTF's, aantrekkelijker te maken en daarmee hun vermogen te vergroten om op MTF's middelen aan te trekken.<sup>84</sup> Indien er wordt voorzien in een bepaling die het mogelijk maakt om de aan de MVS-aandelen verbonden versterkte stemrechten ook uit te oefenen bij een notering aan een ander handelsplatform dan aan een MTF,<sup>85</sup> zoals aan een gereguleerde markt, zou dat betekenen dat de implementatie een breder bereik heeft dan noodzakelijk op grond van de richtlijn (zie ook de uitgangspunten bij implementatie in paragraaf 3.1).

Indien een onderneming zich (ook na een eerdere notering aan een MTF) aan een gereguleerde markt wenst te laten noteren, kan zij gebruik maken van andere mogelijkheden die het Nederlands recht biedt om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden dan aan andere aandelen. Deze mogelijkheden zijn beschreven in de toelichting op het tweede lid.

Overigens geldt dat het toepassingsbereik van de richtlijn in de toekomst kan worden herzien. In haar evaluatie van de richtlijn zal de Commissie uiterlijk op 5 december 2028 verslag doen over de uitvoering en doeltreffendheid van de richtlijn, waaronder over de vraag of het wenselijk is het toepassingsgebied van de richtlijn uit te breiden (zie paragraaf 6 van het algemeen deel). De mogelijkheid bestaat daarmee dat het toepassingsgebied van de richtlijn op een later moment wordt uitgebreid tot andere handelsplatformen. Daarop wordt in de implementatie van deze richtlijn niet vooruitgelopen.<sup>86</sup>

#### ***Vierde lid; besluit tot wijziging van de statuten***

Het vierde lid bevat enkele bijzondere regels die gelden voor een statutenwijziging waarmee een MVS-structuur wordt ingevoerd. Het betreft een uitwerking van het derde lid, waarbij artikel 3, eerste lid, tweede en laatste zin, en tweede lid, van de richtlijn worden geïmplementeerd. Zoals gebruikelijk, is voor de statutenwijziging een besluit nodig van de algemene vergadering (volgens artikelen 2:121 en 231 BW). Dit is in lijn met artikel 3, eerste lid, van de richtlijn, dat voorschrijft dat een besluit van de algemene vergadering noodzakelijk is om een MVS-structuur in te voeren. Volgens de richtlijn moet dit besluit worden genomen met ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht, waarbij aan de lidstaten ruimte wordt gelaten voor een nadere invulling van het vereiste van een gekwalificeerde meerderheid. Gekozen is voor een meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen. Uitgangspunt in het Nederlands vennootschapsrecht is dat besluiten worden genomen met een gewone (ook wel: volstreekte) meerderheid van stemmen (50% +1), tenzij de wet of statuten voor bepaalde besluiten een grotere meerderheid voorschrijven (artikel 2:120/230 BW). De wet schrijft in een aantal gevallen voor een besluit van de algemene vergadering gekwalificeerde meerderheden voor. Die wettelijk voorgeschreven meerderheden variëren van een meerderheid van (i) ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen,<sup>87</sup> al dan niet (ii) indien minder dan de helft van het geplaatste

<sup>84</sup> Zie overweging 1 van de richtlijn.

<sup>85</sup> Waaronder steeds is begrepen een notering aan een mkb-groeimarkt.

<sup>86</sup> Zie artikel 6 van de richtlijn.

<sup>87</sup> Zie de artikelen 2:333gb, eerste lid, BW (grensoverschrijdende fusie), 2:334pp, eerste lid, BW (grensoverschrijdende splitsing) en 2:335h, derde lid, BW (grensoverschrijdende omzetting).

kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd,<sup>88</sup> of juist een maximum van twee derden van de uitgebrachte stemmen, welke twee derden meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen,<sup>89</sup> tot meerderheden van ten minste drie vierden van de uitgebrachte stemmen, (iv) bij gebreke van een lagere voorgeschreven meerderheid in de statuten,<sup>90</sup> of (v) in een vergadering waarin 95% van het geplaatst kapitaal is vertegenwoordigd,<sup>91</sup> en (vi) een meerderheid van 95% van de uitgebrachte stemmen.<sup>92</sup> De in het derde lid gekozen meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen is gebruikelijk in Boek 2 BW en verhoudt zich daarmee goed tot het wettelijk systeem. De hogere gekwalificeerde meerderheden waar Boek 2 BW mee bekend is (kortgezegd; drie vierden, dan wel 95% van de uitgebrachte stemmen), zouden de drempel om een MVS-structuur in te voeren hoger leggen. Beoogd wordt echter het gebruik van MVS-structuren met als oogmerk verhandeling van aandelen op een MTF voldoende toegankelijk en aantrekkelijk te maken.

Wanneer er (reeds) sprake is van verschillende soorten aandelen, bepaalt de richtlijn dat ook binnen elke soort aandelen waarvan de rechten worden getroffen afzonderlijk wordt gestemd (artikel 3, eerste lid). Voor de implementatie van deze bepaling is aansluiting gezocht bij de artikelen 2:96, tweede lid, en 99, vijfde lid, BW. Met deze artikelen zijn bepalingen met een gelijkkluidend vereiste uit eerdere richtlijnen geïmplementeerd (waaronder begrepen de Vennootschapsrichtlijn). Overeenkomstig deze artikelen is volgens het vierde lid, naast het hiervoor beschreven besluit van de algemene vergadering, een goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van een zelfde soort wier rechten worden getroffen. Dit besluit moet voorafgaand aan of gelijktijdig met het besluit van de algemene vergadering worden genomen, ook met een meerderheid van ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen.

In tegenstelling tot artikelen 2:96, tweede lid, en 99, vijfde lid, BW is de groep aandeelhouders niet aangeduid als degenen aan wier rechten «afbreuk» wordt gedaan, maar als degenen wier rechten worden «getroffen». De term «afbreuk aan rechten» heeft in Boek 2 BW een beperktere betekenis dan bedoeld is in het vierde lid. Wanneer een MVS-structuur wordt ingevoerd, krijgt de controlerend aandeelhouder meer stemrecht en daarmee meer invloed op de besluitvorming. De aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht kunnen daarbij wel hun stemrechten behouden, maar de invloed die ze hiermee kunnen uitoefenen op besluitvorming neemt af. Hun rechten worden door de gewijzigde verhoudingen negatief beïnvloed. Om een dergelijke situatie binnen het toepassingsbereik van het vierde lid te brengen, is gekozen voor de term «wier rechten worden getroffen».

<sup>88</sup> Zie hiervoor de artikelen 2:96a, zevende lid, BW (beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing), 2:98c, vijfde lid, BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als in artikel 2:98c, tweede lid, BW), 2:99, zesde lid, BW (kapitaalvermindering), 2:121a/231a BW (vermindering bedrag aandelen), 2:330 BW (fusie) en 2:334ee BW (splitsing). Als meer dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd kan een dergelijk besluit al worden genomen met een gewone meerderheid.

<sup>89</sup> Zie art 2:134/244, tweede lid, BW (schorsing of ontslag van een bestuurder).

<sup>90</sup> Zie artikel 2:135a BW (vaststelling van het bezoldigingsbeleid van de beursvennootschap).

<sup>91</sup> Zie artikel 2:334cc, eerste lid, onder d (zuivere splitsing door de AV van de splitsende vennootschap).

<sup>92</sup> Zie artikel 2:98, vijfde lid, BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als bedoeld in artikel 2:98c, tweede lid, BW voor beurs-NV's).

Naast een besluit van de algemene vergadering, vergt een statutenwijziging naar Nederlands recht een notariële akte (artikelen 2:124/234 BW). Dit geldt ook als de statuten worden gewijzigd ter invoering van een MVS-structuur, zoals hiervoor toegelicht (artikelen 118b/228a, derde lid). Een MVS-structuur vereist verschillende soorten aandelen (zie de toelichting bij het eerste lid hiervoor). Invoering van een MVS-structuur verlangt dan ook dat de statuten in die zin worden gewijzigd, dat daarin wordt vermeld dat er verschillende soorten aandelen bestaan, hoeveel aandelen er per soort zijn en wat het bedrag is van elk soort (artikelen 2:67/175, eerste lid, BW), en welk stemrecht verbonden is aan iedere soort. De verschillende soorten aandelen zullen ook uit het aandeelhoudersregister moeten blijken (artikel 2:194, eerste lid, BW). Ook wordt van de statutenwijziging opgave bij het handelsregister gedaan (artikelen 2:126/236 BW). Een MVS-structuur kan ook worden ingevoerd direct bij de oprichting van een vennootschap. In dat geval zal een authentiek afschrift van de akte van oprichting ten kantore van het handelsregister moeten worden neergelegd (artikel 2:180 BW).

De richtlijn bepaalt dat het recht om een MVS-structuur in te voeren het recht behelst om een MVS-structuur in te voeren voorafgaand aan het verzoek tot toelating van de aandelen tot de handel op een MTF (artikel 3, tweede lid, van de richtlijn). Toegepast in de Nederlandse context, waarin de MVS-structuur bij de statuten wordt ingevoerd, betekent dit dat het mogelijk moet zijn om de statuten voorafgaand aan dit verzoek te wijzigen. Met andere woorden: Voorafgaand aan het verzoek moet zowel het besluit van de algemene vergadering zijn genomen, als de notariële akte zijn verleden. Vanwege de verplichting in de richtlijn daartoe, maakt vierde lid, dit mogelijk. Zoals toegelicht in het derde lid hiervoor, brengt deze situatie met zich dat de MVS-structuur wel bij de statuten is ingevoerd, maar nog geen effect heeft. Pas als de toelating een feit is, vindt de MVS-structuur toepassing (artikelen 118b/228a, derde lid). In de tussentijd gelden de statuten zoals deze luiden voorafgaand aan de wijziging. Het ligt voor de hand om in de praktijk de notariële akte niet al voorafgaand aan het verzoek tot toelating te verlijden, maar erna en daarbij aan te sluiten op het moment waarop de aandelen daadwerkelijk tot de handel worden toegelaten. Op deze wijze kan de invoering van de MVS-structuur samenvallen met het moment waarop de structuur volgens de wet toepassing vindt (namelijk wanneer de aandelen tot de handel zijn toegelaten). Om die reden bepaalt het vierde lid dat het besluit tot wijziging van de statuten voorafgaand aan het verzoek tot toelating moet zijn genomen, maar dat de notariële akte ook later (dan het moment van het besluit) mag worden verleden. De akte moet wel worden verleden voordat de aandelen tot de handel zijn toegelaten, conform het toepassingsbereik van de richtlijn dat uitsluitend betrekking heeft op de invoering van een MVS-structuur voordat de aandelen tot de handel op een MTF zijn toegelaten. Als de akte op dat moment nog niet is verleden, is het voor de vennootschap dus niet mogelijk om gebruik te maken van een MVS-structuur in de zin van de richtlijn.

Het vierde lid houdt daarnaast rekening met de mogelijkheid dat de statuten van een vennootschap de bevoegdheid tot wijziging van de statuten of bepalingen van de statuten uitsluiten, dan wel beperken (artikelen 2:121/231 BW). Een dergelijke uitsluiting of beperking kan zodanig zijn vormgegeven dat deze feitelijk in de weg staat aan de invoering van een MVS-structuur. Gedacht kan worden aan een volledige uitsluiting van de mogelijkheid om de statuten te wijzigen. Het kan echter ook gaan om een beperking die een grotere meerderheid dan een twee derden meerderheid vereist, of een beperking waarbij de statuten bijvoorbeeld alleen gewijzigd kunnen worden op de voordracht van de raad van commissarissen. De richtlijn verplicht tot het beschikbaar stellen

van een faciliteit waarbij het bestuur (bijvoorbeeld de oprichter) de keuze kan maken voor het meervoudig stemrecht, om zo de drempel voor toegang tot de beurs te verlagen. Een statutaire uitsluiting of beperking kan een beperking zijn van het recht om een MVS-structuur in te voeren en dus in strijd zijn met de richtlijn. Om die reden regelt het vierde lid dat een dergelijke uitsluiting of beperking van mogelijkheden om de statuten te wijzigen niet in de weg staat aan de invoering van een MVS-structuur.

***Vijfde lid; waarborgen aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht: wijziging MVS-structuur***

Het vijfde lid implementeert artikel 4, eerste lid, onderdeel a, van de richtlijn. Dit artikel bevat de waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht. Het beschrijft de situatie waarin er reeds een MVS-structuur (in de zin van de richtlijn) is ingevoerd, maar de wens bestaat om deze structuur te wijzigen op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen. Voor een dergelijke wijziging is ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht vereist en daarnaast een afzonderlijke stemming in elke aandelen categorie waarvan de rechten worden getroffen waarvoor dezelfde gekwalificeerde meerderheid geldt.

Net zoals geldt voor het besluit tot invoering van een MVS-structuur (zie de toelichting op het vierde lid), geldt ook voor het besluit tot wijziging van een bestaande MVS-structuur dat de richtlijn ruimte laat voor een nadere invulling van het vereiste van een gekwalificeerde meerderheid. Voor beide besluiten geldt dezelfde gekwalificeerde meerderheid. Het vijfde lid schrijft daarom voor dat een wijzigingsbesluit wordt genomen met een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen.

Naast dit besluit, dient tevens binnen elke soort aandelen waarvan de rechten worden getroffen afzonderlijk te worden gestemd. Hiertoe is een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van een zelfde soort wier rechten negatief worden beïnvloed, welk besluit met dezelfde gekwalificeerde meerderheid – twee derden van de uitgebrachte stemmen – dient te worden genomen. Net zoals hiervoor is toegelicht op het vierde lid, is voor de formulering van het vijfde lid aansluiting gezocht bij de artikelen 2:96, tweede lid, en 99, vijfde lid, BW. Ook in het vijfde lid is ervoor gekozen om de groep aandeelhouders aan te duiden als degenen »wier rechten worden getroffen« in plaats van degenen aan wier rechten »afbreuk« is gedaan, vanwege de bredere betekenis. Ook de wijziging van een MVS-structuur zal doorgaans een wijziging van de statuten van de NV of BV vereisen.<sup>93</sup>

***Zesde lid; waarborgen aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht: dubbele gekwalificeerde meerderheid bij belangrijke beslissingen***

Het zesde lid beperkt de invloed van de controlerend aandeelhouder op besluiten van de algemene vergadering die, kort gezegd, niet operationeel zijn en beschermt daarmee de belangen van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht.

Het betreft de implementatie van artikel 4, eerste lid, onderdeel b, van de richtlijn. Lidstaten worden verplicht om (ten minste) één van de maatregelen uit dit artikel in te voeren. Dit betreft ofwel (i) een maximale stemverhouding, ofwel (ii) een »dubbele« gekwalificeerde meerderheid

<sup>93</sup> Zie ook overweging 11 van de richtlijn.

voor belangrijke (niet operationele) besluiten, waarbij niet slechts van een gekwalificeerde meerderheid van de uitgebrachte stemmen wordt uitgegaan, maar ook van een gekwalificeerde meerderheid van (1) ofwel het vertegenwoordigde aandelenkapitaal, dan wel het vertegenwoordigde aantal aandelen, (2) ofwel ook een afzonderlijke stemming vereist is binnen elke aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen. Zie hierover ook uitvoerig paragraaf 2.2.3(ii)). Gekozen is voor de maatregel onder (ii) (1), om de volgende redenen.

Een maximale stemverhouding is het Nederlands recht niet gewoon. Het leidt ook tot de vraag wat een wenselijke grens zou zijn aan het aantal extra stemmen dat een aandeelhouder kan toekomen.<sup>94</sup> Een maximale stemverhouding heeft weinig oog voor de concrete omstandigheden bij verschillende typen vennootschappen. Vanuit het streven om het bedrijfsleven zoveel mogelijk flexibiliteit te bieden, past deze optie minder goed in het Nederlands systeem. De Nederlandse praktijk is wel gewend te werken met verschillende varianten van wettelijk vereiste (gekwalificeerde) meerderheden bij bepaalde typen besluiten (zie hierover ook de toelichting op het derde lid,). In statuten wordt in de praktijk vaak gewerkt met gekwalificeerde meerderheden. Ook het vaststellen van het op een vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal speelt in meer bepalingen in Boek 2 BW een rol van betekenis.<sup>95</sup> Voor de bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht wordt daarom aansluiting gezocht bij deze praktijk, door een keuze voor een beperking aan de uitoefening van de stemrechten in een MVS-structuur door middel van een zwaardere («dubbele») gekwalificeerde meerderheid bij bepaalde typen belangrijke besluiten (waarover hierna meer). De gekwalificeerde meerderheid moet worden berekend als (a) een gekwalificeerde meerderheid van de uitgebrachte stemmen en daarnaast (b) van het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. In feite gaat het dus om een «dubbele» gekwalificeerde meerderheid.

Zoals in het algemeen deel is toegelicht, vallen besluiten van de algemene vergadering binnen het toepassingsbereik van deze beschermingsbepaling als de wet voorschrijft dat ze met een versterkte meerderheid worden genomen. Het gaat niet om besluiten waarover de statuten bepalen dat ze met een versterkte meerderheid worden genomen. De gedachte is dat deze besluiten naar nationaal recht dermate belangrijk zijn, dat het gerechtvaardigd is om aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht hierover meer zeggenschap te geven. De richtlijn maakt hierop een tweetal uitzonderingen, om te voorkomen dat het doel van de richtlijn voorbij wordt geschoten. De eerste uitzondering betreft besluiten die volgens de wet met een versterkte meerderheid worden genomen én zien op de benoeming of het ontslag van (vertaald naar Nederlands recht) bestuurders of commissarissen. De term «bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen» uit de richtlijn is vervangen door «bestuurders» en «commissarissen», omdat dit de enige organen zijn naar Nederlands recht die onder deze term uit de richtlijn vallen. De tweede uitzondering betreft besluiten die volgens de wet met een versterkte meerderheid worden genomen én operationele besluiten zijn van het bestuur of commissarissen die aan de algemene vergadering ter goedkeuring worden voorgelegd. Deze twee uitzonderingsgevallen geven

<sup>94</sup> Deze vraag is ook signaleerd door de Expertgroep Modernisering NV-recht, Advies over loyaliteitsaandelen, d.d. 5 december 2022, par. 2.3.

<sup>95</sup> Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:135a BW, 2:96a, zevende lid, BW (beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing), 2:98c, vijfde lid, BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als in artikel 2:98c, tweede lid, BW), 2:99, zesde lid, BW (kapitaalvermindering), 2:121a/231a BW (vermindering bedrag aandelen), 2:330 BW (fusie) en 2:334ee BW (splitsing).

aandeelhouders invloed op belangrijke operationele beslissingen. Het doel van de richtlijn is om deze invloed aan de controlerend aandeelhouder te laten. Daarom wordt de invloed van het meervoudig stemrecht op deze besluiten niet beperkt in de beschermingsbepaling ten behoeve van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht.

De term «operationeel besluit» komt in het Nederlandse recht niet al voor. Het gaat om een Europeesrechtelijk begrip dat in Europese context een nadere betekenis zal krijgen.

Een voorbeeld van een bepaling die wél binnen het toepassingsbereik van de beschermingsbepaling valt – en waarop dus de dubbele gekwalificeerde meerderheid van toepassing is – is 2:98c, tweede en vijfde lid, BW. Deze bepaling betreft een besluit van het bestuur om aan anderen leningen te verstrekken met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen in het kapitaal van de vennootschap of van certificaten daarvan. Een dergelijk besluit is niet operationeel van aard en moet aan de algemene vergadering worden voorgelegd ter goedkeuring. De algemene vergadering moet hierover met een versterkte meerderheid beslissen als minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd. Een ander voorbeeld is het besluit van de algemene vergadering tot beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht van aandeelhouders of het besluit van de algemene vergadering tot aanwijzing van een orgaan om dat te doen (artikel 2:96a, zevende lid, BW). Ook dit besluit is niet operationeel van aard en moet met een versterkte meerderheid worden genomen als minder dan helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.

Tot slot zijn twee voorbeelden denkbaar van besluiten die vallen onder de uitzondering op de beschermingsbepaling – waarop de dubbele gekwalificeerde meerderheid niet van toepassing is – geldend voor de benoeming van bestuurders en commissarissen. Het betreft de besluiten in artikelen 2:133, tweede lid, BW en 2:158, negende lid, BW, omdat hiervoor versterkte meerderheden gelden en de besluiten raken aan de benoeming van een bestuurder en commissaris, waarover de richtlijn de controlerend aandeelhouder beslissende zeggenschap beoogt te geven.

### **Artikel 228, vierde lid**

Voor de BV geldt dat op grond van artikel 2:228, vierde lid, BW in de statuten van het evenredig stemrecht kan worden afgeweken op een wijze die valt binnen het toepassingsbereik van de richtlijn. Op basis van deze regeling is het mogelijk dat er ten minste twee afzonderlijke aandelencategorieën worden ingevoerd waarbij (ten minste) één van de aandelencategorieën een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan een andere aandelencategorie met stemrecht. Vanuit een technisch oogpunt zou een structuur op grond van artikel 2:228, vierde lid, BW dus kwalificeren als een MVS-structuur in de zin van de richtlijn.<sup>96</sup> De regeling uit artikel 2:228, vierde lid, BW biedt echter geen ruimte voor de specifieke vorm van beleggersbescherming die de richtlijn voorschrijft. De regeling wijkt af van de richtlijn, omdat een besluit tot invoering daarvan moet worden genomen met algemene stemmen in een algemene vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd en het meervoudig stemrecht vervolgens geldt voor alle besluiten. In ieder geval dit laatste is niet verenigbaar met de richtlijn, die ter bescherming van beleggers voorschrijft dat de invloed van het meervoudig stemrecht moet worden beperkt bij besluiten die niet operationeel van aard zijn.

---

<sup>96</sup> Zie ook overweging 4 van de richtlijn.

Om die reden wordt aan artikel 2:228, vierde lid, BW toegevoegd dat dit artikel niet van toepassing is als een BV het recht heeft om een MVS-structuur in te voeren volgens de richtlijn (als bedoeld in artikel 228a, tweede lid). De BV die nog geen aandelen verhandelt op een MTF of gereguleerde markt en graag meervoudig stemrecht wil invoeren met het oog op een notering aan een MTF, creëert dus meervoudig stemrecht ofwel op grond van artikel 228a ofwel door toepassing van een ander mechanisme naar nationaal recht (met uitzondering van die in artikel 2:228, vierde lid, BW), bijvoorbeeld op basis van een verschil in nominale waarde van verschillende soorten aandelen (artikel 2:228, derde lid, BW).

## **ARTIKEL II (Wet op het financieel toezicht)**

Artikel II voorziet in de wijzigingen van de Wet op het financieel toezicht (Wft) die noodzakelijk zijn ter implementatie van de richtlijn.

### **Onderdeel A**

Met dit onderdeel wordt in artikel 1:1 van de Wft voorzien in twee nieuwe definities. In de definitie voor de richtlijn wordt voorzien vanwege de leesbaarheid van de artikelen die ter implementatie van de richtlijn worden toegevoegd aan de Wft. Voor de prospectusverordening<sup>97</sup> en voor de gedelegeerde verordening markten voor financiële instrumenten 2014 inzake organisatorische eisen<sup>98</sup> waarnaar tevens wordt verwezen in die artikelen is in de Wft reeds voorzien in definitiebepalingen. Er wordt ook voorzien in een definitie voor structuur met aandelen met meervoudig stemrecht. Daarmee wordt aangesloten bij dat begrip uit de richtlijn zodat ook ondernemingen uit andere lidstaten die een dergelijke structuur invoeren onder de Wft-bepalingen vallen. In de Wft is reeds voorzien in een definitie van een MTF (in de definities opgenomen als multilaterale handelsfaciliteit). Via het wetsvoorstel Implementatiewet noteringen en benchmarks<sup>99</sup> zal in de Wft een definitie van een mkb-groeimarkt worden opgenomen. Die definitie houdt rekening met de in dat wetsvoorstel geïntroduceerde mogelijkheid om een segment van een MTF als mkb-groeimarkt te laten registreren.

Zoals uit de genoemde definities volgt, valt een mkb-groeimarkt onder de definitie van MTF. Als in de artikelen waarmee de richtlijn wordt geïmplementeerd een MTF wordt bedoeld die niet is geregistreerd als mkb-groeimarkt, is dat in de artikelen verwoord met de term «multilaterale handelsfaciliteit niet zijnde een mkb-groeimarkt».

### **Onderdeel B**

De verplichtingen uit de richtlijn die zien op beleggingsondernemingen of marktexploitanten die een in Nederland gelegen of beheerde MTF (waaronder een mkb-groeimarkt) exploiteren worden opgenomen in het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen van de Wft in een nieuwe

<sup>97</sup> Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG

<sup>98</sup> Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn.

<sup>99</sup> Het wetsvoorstel Implementatiewet noteringen en benchmarks is op 17 april 2026 bij de Tweede Kamer aanhangig gemaakt.

paragraaf, paragraaf 4.3.7.3, in afdeling 4.3.7. Er worden twee artikelen opgenomen in de nieuwe paragraaf.

Artikel 4:91f geeft uitvoering aan artikel 3, vierde lid, van de richtlijn. Het bepaalt dat een beleggingsonderneming of een marktexploitant die een in Nederland gelegen of beheerde MTF exploiteert de toelating tot de handel van aandelen van een onderneming niet mag weigeren op de enkele grond dat die onderneming overeenkomstig artikel 3 van de richtlijn een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht heeft ingevoerd. Hiermee wordt voorkomen dat de invoering van een dergelijke structuur een belemmering vormt voor de toelating tot de handel op een MTF en wordt bevorderd dat ondernemingen met een dergelijke structuur op gelijke voet toegang hebben tot de kapitaalmarkt.

Artikel 4:91g voert een verplichting uit artikel 5, vierde lid, van de richtlijn uit en legt een beleggingsonderneming of marktexploitant die een in Nederland gelegen of beheerde MTF exploiteert, op om aandelen van ondernemingen met een MVS-structuur die zijn toegelaten tot de handel op die MTF, duidelijk als zodanig te identificeren. Dit moet gebeuren conform de door de ESMA ontwikkelde technische reguleringsnormen op grond van artikel 5, vijfde lid, van de richtlijn. Deze identificatieplicht vergroot de transparantie voor beleggers en het publiek, wat essentieel is voor vertrouwen in de markt en geïnformeerde besluitvorming. De Europese technische normen zorgen voor uniformiteit en consistentie in de uitvoering.

Deze verplichting geldt ook ten aanzien van ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen reeds tot de handel op een MTF zijn toegelaten (zie artikel 1, tweede lid, van de richtlijn).

## **Onderdeel C**

Met dit onderdeel worden de transparantieverplichtingen uit de richtlijn voor ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen worden verhandeld of zullen worden verhandeld op een MTF opgenomen in de Wft, in het Deel Gedragstoezicht financiële markten.

Artikel 5:5 legt de transparantieverplichtingen (uit artikel 5, eerste lid, van de richtlijn) vast voor ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen worden verhandeld of zullen worden verhandeld op een in Nederland gelegen of beheerde MTF die op grond van artikel 4:91ea, eerste lid, als mkb-groeimarkt is geregistreerd. Dit artikel is van toepassing op de «onderneming» zoals bedoeld in artikel 2 van de richtlijn. De Wft ziet immers niet alleen op Nederlandse vennootschappen, maar ook op buitenlandse vennootschappen met een notering in Nederland.

Het eerste lid verplicht ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen worden verhandeld of zullen worden verhandeld op een mkb-groeimarkt om de informatie die nader wordt uitgewerkt in een algemene maatregel van bestuur krachtens artikel 2:391a, tweede lid, BW (hierna: het implementatiebesluit) op te nemen in documenten die zij openbaar maken bij het uitgeven van de aandelen zoals het prospectus of het EU-groei-uitgifteprospectus, bedoeld in verordening 2017/1129. Of in de door de richtlijn als «toelatingsdocument» aangeduide informatie die openbaar wordt gemaakt bij initiële toelating van de aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt (op grond van artikel 4:91ea, eerste lid, onder c).

De informatie die moet worden opgenomen, betreft gedetailleerde informatie over de aandelenstructuur, zoals de verschillende categorieën aandelen met hun rechten, plichten, percentage van het aandelenkapitaal en totale stemrechten, alsmede informatie over beperkingen op de overdracht van aandelen en stemrechten, en de identiteit van aandeelhouders met meer dan 5% van de stemrechten en hun vertegenwoordigers (zie ook paragraaf 2.2.3(iii)). Door deze informatie op te nemen in documenten die openbaar worden gemaakt wordt gewaarborgd dat beleggers een volledig en betrouwbaar beeld krijgen van de zeggenschapsstructuur van de aandelen. Dat is cruciale informatie om weloverwogen investeringsbeslissingen te nemen en zorgt voor een efficiënte werking van de markt. Het zorgt ervoor dat toekomstige beleggers bij kapitaalophaling een helder beeld krijgen van de invloed van aandeelhouders. Het artikel verplicht overeenkomstig het bepaalde in de richtlijn overigens uitsluitend tot opname van deze informatie in de genoemde documenten indien die documenten door de onderneming openbaar worden gemaakt. Een onderneming die geen prospectus of EU-groei-uitgifteprospectus openbaar maakt wordt daar op grond van dit artikel dus niet toe verplicht.

Het tweede lid verplicht de ondernemingen tot het opnemen van de informatie bedoeld in artikel 5, derde lid, van de richtlijn in de financiële verslagen bedoeld in de gedelegeerde verordening markten voor financiële instrumenten 2014 inzake organisatorische eisen, artikel 78, tweede lid, onderdeel g. Maar uitsluitend indien de informatie is gewijzigd sinds die voor het laatst openbaar is gemaakt in het prospectus, het EU-groei-uitgifteprospectus of het «toelatingsdocument» of in het vorige financiële verslag. Dit garandeert continue informatievoorziening aan de markt, in lijn met de bestaande verslaggevingseisen voor mkb-groeimarkten.

Artikel 5:6 implementeert artikel 5 leden 2 en 3 van de richtlijn en legt transparantieverplichtingen op aan ondernemingen die aandelen met meervoudig stemrecht invoeren of wijzigen op basis van artikel 3 van de richtlijn, specifiek voor MTF's die niet als mkb-groeimarkt zijn geregistreerd zoals bedoeld in artikel 4:91ea van de Wft.

Dit artikel is, net als artikel 5:5, van toepassing op de «onderneming» zoals bedoeld in artikel 2 van de richtlijn, zodat ook buitenlandse vennootschappen met een notering in Nederland eronder vallen. Het eerste lid verplicht de ondernemingen om bepaalde informatie, zoals nader wordt gespecificeerd in het implementatiebesluit, op te nemen in een prospectus of EU-groei-uitgifteprospectus conform artikel 6 respectievelijk artikel 15 bis van Verordening (EU) 2017/1129, of in een toelatingsdocument dat vereist is door nationaal recht of de regels van de betreffende MTF, indien een van die documenten door de onderneming openbaar wordt gemaakt bij het uitgeven van de aandelen. Het nationaal recht in Nederland kent een dergelijk toelatingsdocument niet. Wel kan het zijn dat op grond van de regels voor toegang die de MTF zelf heeft opgesteld (zie artikel 4:91a, vijfde lid, Wft), door de onderneming toelatingsdocumenten moeten worden opgesteld die openbaar (moeten) worden gemaakt.

Het artikel verplicht (net als artikel 5:5) overeenkomstig het bepaalde in de richtlijn uitsluitend tot opname van deze informatie in de genoemde documenten indien die documenten door de onderneming openbaar moeten worden gemaakt. Zo blijven de lasten beperkt maar wordt er wel voor gezorgd dat beleggers duidelijk inzicht krijgen in de zeggenschapsverhoudingen.

(Slechts) wanneer de informatie niet eerder openbaar is gemaakt in het prospectus, het EU-groei-uitgifteprospectus of een eerder «financieel jaarverslag», of indien de informatie is gewijzigd sinds openbaarmaking in een van de genoemde documenten, is de onderneming verplicht de in artikel 5, derde lid, van de richtlijn genoemde informatie op te nemen in een «eventueel op grond van het nationale recht vereist financieel jaarverslag».<sup>100</sup> Deze verplichting garandeert een continue informatievoorziening aan de markt.

De hiervoor genoemde (en in het implementatiebesluit uitgewerkte) informatie betreft geen financiële informatie. De informatie sluit naar zijn aard aan bij de informatie die wordt opgenomen in het bestuursverslag (zie artikel 2:391 BW). In het bestuursverslag legt het bestuur verantwoording af over de gang van zaken bij de vennootschap. Indien een vennootschap een MVS-structuur heeft ingevoerd met het oog op toelating tot een MTF, ligt het in de rede dat in het bestuursverslag aandacht wordt besteed aan een dergelijke wijziging in de aandelenstructuur en de (voorgenomen) beursnotering. Voor beursgenoteerde vennootschappen geldt op grond van artikel 1, eerste lid, van het Besluit artikel 10 overnamerichtlijn reeds een verplichting om vergelijkbare informatie op te nemen in het bestuursverslag.<sup>101</sup> Ook buitenlandse vennootschappen zullen bekend zijn met een bestuursverslag (in enigerlei vorm).

De richtlijn is niet bedoeld om bredere verplichtingen in het leven te roepen dan zijn voorgeschreven. Zo roept de richtlijn ook geen nieuwe verplichting tot verslaggeving in het leven. Zoals hiervoor beschreven, spreekt artikel 5, tweede lid, van de richtlijn in onderdeel (b) over het opnemen van informatie in «eventuele» op grond van het nationale recht vereiste financiële jaarverslagen. Alleen als de onderneming op grond van het nationale recht verplicht is om een financieel jaarverslag te publiceren, moet daarin de voorgeschreven informatie worden opgenomen. Artikel 5:6 Wft implementeert artikel 5, tweede lid, van de richtlijn. Het voorschrift om de informatie over de aandelenstructuur onder bepaalde omstandigheden op te nemen in het bestuursverslag, is dan ook, in lijn met de richtlijn, niet van toepassing op ondernemingen die in het nationaal recht zijn vrijgesteld van het opstellen van een bestuursverslag. Dit betreft op grond van artikel 2:396 BW zogenaamde kleine ondernemingen.<sup>102</sup> Kleine ondernemingen die onder de richtlijn vallen, hoeven de informatie over de aandelenstructuur niet te verstrekken. Ditzelfde geldt voor ondernemingen die als onderdeel van het groepsregime op grond van artikel 2:403, derde lid, BW zijn vrijgesteld van het opstellen van een bestuursverslag. Artikel 5:6, tweede lid, Wft, verplicht ondernemingen niet tot het opstellen van een bestuursverslag.

De informatie die openbaar moet worden gemaakt in enig toelatingsdocument of in het bestuursverslag wordt nader uitgewerkt in het implementatiebesluit. De grondslag daarvoor is artikel 2:391a, tweede lid, BW,

<sup>100</sup> Zie artikel 5, tweede lid, van de richtlijn.

<sup>101</sup> Uit artikel 1, eerste lid, van dit besluit volgt bijvoorbeeld dat er in het bestuursverslag mededeling wordt gedaan omtrent (a) de kapitaalstructuur van de vennootschap, het bestaan van verschillende soorten aandelen en de daaraan verbonden rechten en plichten en het percentage van het geplaatste kapitaal dat door elke soort wordt vertegenwoordigd, (b) elke beperking door de vennootschap van de overdracht van aandelen, (d) bijzondere zeggenschapsrechten, (f) elke beperking van stemrecht, (g) elke overeenkomst met een aandeelhouder die aanleiding kan geven tot beperking van de overdracht van aandelen.

<sup>102</sup> Kleine ondernemingen voldoen op twee opeenvolgende balansdata, zonder onderbreking nadien op twee opeenvolgende balansdata, aan twee of drie van de volgende vereisten: balanstotaal van niet meer dan € 7,5 miljoen, netto-omzet van niet meer dan € 15 miljoen, minder dan 50 werknemers.

op basis waarvan ter uitvoering van bindende EU-rechtshandelingen bij algemene maatregel van bestuur regels kunnen worden gesteld omtrent de verplichtingen van vennootschappen tot het opnemen van informatie in het bestuursverslag.

#### **Artikel 5:7**

Dit artikel implementeert een aanvullende verplichting uit artikel 5, vierde lid, van de richtlijn en vereist dat een onderneming met een MVS-structuur, waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een MTF, de beleggingsonderneming of marktexploitant van die MTF hierover informeert. Dit moet gebeuren conform de technische reguleringsnormen uit artikel 5, vijfde lid, van de richtlijn. Deze kennisgevingsplicht zorgt ervoor dat exploitanten over de benodigde informatie beschikken om hun identificatieverplichtingen na te komen en draagt bij aan een doorlopende transparantie en goed functionerende kapitaalmarkt.

Deze verplichting geldt ook voor ondernemingen met een MVS-structuur waarvan de aandelen reeds tot de handel op een MTF zijn toegelaten (zie artikel 1, tweede lid, van de richtlijn).

#### **Onderdeel D**

Met dit onderdeel worden in de bijlagen bij de artikelen 1:79 en 1:80 Wft verwijzingen naar de artikelen 4:91f en 4:91g van de Wft opgenomen ten aanzien waarvan de toezichthouder bij overtreding een last onder dwangsom respectievelijk een bestuurlijke boete kan opleggen.

Met de verwijzingen naar artikel 4:91f Wft wordt voorzien in de bevoegdheid van de AFM om een last onder dwangsom respectievelijk een bestuurlijke boete op te leggen ten aanzien van een beleggingsonderneming of een marktexploitant die een in Nederland gelegen MTF exploiteert die de toelating tot de handel van aandelen van een onderneming tegenhoudt omdat de onderneming een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht heeft ingevoerd.

Met de verwijzingen naar artikel 4:91f Wft wordt bewerkstelligd dat de AFM handhavend kan optreden door middel van het opleggen van een last onder dwangsom respectievelijk een bestuurlijke boete, indien een beleggingsonderneming of een marktexploitant die een in Nederland gelegen MTF exploiteert, aandelen van ondernemingen met een structuur met meervoudig stemrecht, die zijn toegelaten tot de handel op de MTF of mkb-groeimarkt, door de beleggingsonderneming of marktexploitant niet duidelijk als zodanig worden geïdentificeerd.

#### **ARTIKEL III**

Artikel III bepaalt dat artikel 5:5, tweede lid, en artikel 5:6, tweede lid, Wft van toepassing zijn op financiële verslagen en bestuursverslagen die worden opgesteld over de boekjaren die aanvangen op of na 5 december 2026, zodat ondernemingen hier rekening mee kunnen houden.

#### **ARTIKEL IV (Inwerkingtreding)**

Artikel IV regelt dat het moment van inwerkingtreding van dit wetsvoorstel bij koninklijk besluit wordt bepaald. Dit moment kan per artikel of (sub)onderdeel ervan verschillen. De mogelijkheid tot gefaseerde inwerkingtreding biedt flexibiliteit voor het geval dit nodig is.

## **ARTIKEL V (Citeertitel)**

Artikel V bevat de citeertitel van deze wet.

Deze memorie van toelichting wordt ondertekend mede namens de Minister van Financiën.

De Staatssecretaris van Justitie en Veiligheid,  
K.T. van Bruggen

**BIJLAGE:****TRANSPONERINGSTABEL****Transponeringstabel in verband met de implementatie van de bepalingen van Richtlijn (EU) 2024/2810**

| Bepaling Richtlijn (EU) 2024/2810 | Bepaling in implementatieregeling of bestaande regeling<br>Toelichting indien niet geïmplementeerd of naar zijn aard geen implementatie behoeft                                                                                                                                                                                                                              | Omschrijving beleidsruimte                                                                                               | Toelichting op de keuze(n) bij de invulling van de beleidsruimte                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Artikel 1, eerste lid             | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling het onderwerp van de richtlijn betreft.<br>Het toepassingsbereik van Artikel I, onderdeel A, B en C (invoeging van artikelen 2:118b en 2:228a BW en de wijziging van artikel 2:228, vierde lid, BW), zal aansluiten bij het toepassingsbereik van de richtlijn.                                               | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 1, tweede lid             | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling het toepassingsbereik van een enkele bepaling betreft.<br>Het toepassingsbereik van Artikel II, onderdeel B en C (invoeging van de artikelen 4:91g en 5:7 Wft), zal hierbij aansluiten.                                                                                                                       | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 1            | Behoeft geen implementatie. De op de «onderneming» toepasselijke regels worden geïmplementeerd in de relevante titels in Boek 2 BW: voor de NV in Titel 4 (Artikel I, onderdeel A) en voor de BV in Titel 5 (Artikel I, onderdeel C).<br>In de artikelen 5:5 en 5:6 Wft (Artikel II, onderdeel C) wordt dynamisch verwezen naar de «onderneming» in de zin van de richtlijn. | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 2            | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, eerste lid, en 2:228a, eerste lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                         | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 3            | Artikel I, onderdeel A, B en C (invoeging van artikelen 2:118b, eerste lid, en 2:228a, eerste lid, BW en wijziging van artikel 2:228, vierde lid, BW), en in Artikel II, onderdeel B (invoeging van artikel 4:91f Wft)                                                                                                                                                       | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 4            | Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b, eerste lid, en 2:228a, eerste lid, BW).<br>Hier wordt verwezen naar de reeds bestaande definitie in artikel 1:1 Wft.                                                                                                                                                                                            | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 5            | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, eerste lid, en 2:228a, eerste lid, BW), en in Artikel II, onderdeel A (wijziging van artikel 1:1 Wft: invoeging van «richtlijn 2024/2810» en «structuur met aandelen met meervoudig stemrecht»)<br>Hier wordt verwezen naar de reeds bestaande definitie in artikel 1:1 Wft.                                    | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 2, onderdeel 6            | Via het wetsvoorstel Implementatiewet noteringen en benchmarks zal in de Wft een definitie van een mkb-groeimarkt worden opgenomen.                                                                                                                                                                                                                                          | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 3, eerste lid, eerste zin | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, tweede lid, en 2:228a, tweede lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                         | Geen.                                                                                                                    | –                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Artikel 3, eerste lid, tweede zin | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, vierde lid, en 2:228a, vierde lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                         | De richtlijn schrijft ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht voor. | Een gekwalificeerde meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen sluit aan bij de in meerdere wettelijke bepalingen voorgeschreven gekwalificeerde meerderheid en werpt geen te hoge belemmering op voor invoering van een MVS-structuur. |

| Bepaling Richtlijn (EU) 2024/2810   | Bepaling in implementatieregeling of bestaande regeling<br>Toelichting indien niet geïmplementeerd of naar zijn aard geen implementatie behoeft                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Omschrijving beleidsruimte                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Toelichting op de keuze(n) bij de invulling van de beleidsruimte                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Artikel 3, eerste lid, derde zin    | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, nu de bepaling geen verplichting aan de lidstaten bevat, maar de lidstaten voorschrijft dat de invoering van een MVS-structuur niet afhankelijk mag worden gesteld van de verlening van versterkte economische rechten voor aandelen zonder versterkt stemrecht. Het Nederlands recht kent geen regel die daartoe zou verplichten, deze bepaling hoeft dus niet te worden geïmplementeerd.                                                                                                                                   | Geen.                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | –                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Artikel 3, eerste lid, vierde zin   | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, vierde lid, en 2:228a, vierde lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Geen.                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | –                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Artikel 3, tweede lid, en derde lid | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b tweede, derde en vierde lid, en 2:228a tweede derde en vierde lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Het derde lid, biedt lidstaten de mogelijkheid om de uitoefening van de versterkte stemrechten afhankelijk te stellen van de toelating tot een MTF.                                                                                                                                                              | Er is gebruik gemaakt van deze lidstaattoptie, om een duidelijke afbakening met reeds in het Nederlands recht bestaande mechanismen met versterkt stemrecht te bewerkstelligen, alsook om ervoor te zorgen dat een MVS-structuur met name toelating tot de handel op een MTF bevordert.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Artikel 3, vierde lid               | Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91f Wft).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Geen.                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Artikel 3, vijfde lid               | Behoeft geen implementatie, omdat uitsluitend sprake zal zijn van de invoering van een MVS-structuur. De MVS-structuur is uitsluitend gebaseerd op de artikelen A en C (2:118b, eerste lid, sub b en 2:228a, eerste lid, sub b). Als gevolg daarvan zal er in Nederland geen sprake kunnen zijn van de situatie waarin een reeds bestaande MVS-structuur wordt gewijzigd met het oog op de notering aan een MTF. De MVS-structuur is nieuw in het Nederlandse recht en kan daarom niet reeds bestaan zoals de richtlijn dat bedoelt, maar uitsluitend worden ingevoerd. | Geen.                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | –                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Artikel 4, eerste lid, onderdeel a  | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, vijfde lid, en 2:228a, vijfde lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | De richtlijn schrijft ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht voor.                                                                                                                                                                                         | Een gekwalificeerde meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen sluit aan bij de in meerdere wettelijke bepalingen voorgeschreven gekwalificeerde meerderheid en werpt geen te hoge belemmering op voor wijziging van een MVS-structuur. Omwille van de aansluiting bij de Nederlandse rechtspraktijk wordt als (verplichte) waarborg een beperking in de besluitvorming ingevoerd (optie ii (1)), door een «dubbele» gekwalificeerde meerderheid te vereisen voor bepaalde besluiten van de algemene vergadering, waarbij tevens de keuze is gemaakt voor «hetzij het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen». |
| Artikel 4, eerste lid, onderdeel b  | Artikel I, onderdeel A en C (invoeging van artikelen 2:118b, zesde lid, en 2:228a, zesde lid, BW).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Het eerste lid, onderdeel b, verplicht lidstaten tot het invoeren van ten minste een van de genoemde waarborgen ter bescherming van de belangen van niet-controlerende aandeelhouders, maar biedt lidstaten de ruimte om te kiezen welke van de genoemde maatregelen (optie i of ii (1) of (2)) wordt ingevoerd. | Het eerste lid, onderdeel b, verplicht lidstaten tot het invoeren van ten minste een van de genoemde waarborgen ter bescherming van de belangen van niet-controlerende aandeelhouders in te voeren.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Artikel 4, tweede lid               | Geen implementatie.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Het tweede lid, biedt lidstaten de optie om verdere waarborgen ter bescherming van de belangen van niet-controlerende aandeelhouders in te voeren.                                                                                                                                                               | Het uitgangspunt van zuivere implementatie brengt met zich dat geen gebruik wordt gemaakt van deze lidstaattoptie.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Artikel 5, eerste derde lid         | Artikel II, onderdeel C (invoeging artikel 5:5 Wft).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

| Bepaling Richtlijn (EU) 2024/2810 | Bepaling in implementatieregeling of bestaande regeling<br>Toelichting indien niet geïmplementeerd of naar zijn aard geen implementatie behoeft                                                                                                 | Omschrijving beleidsruimte | Toelichting op de keuze(n) bij de invulling van de beleidsruimte |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Artikel 5, tweede en derde lid en | Artikel II, onderdeel C (invoeging artikel 5:6 Wft) en in de desbetreffende algemene maatregel van bestuur krachtens artikel 2:391a, tweede lid, BW.                                                                                            |                            |                                                                  |
| Artikel 5, vierde lid, eerste zin | Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91g Wft).                                                                                                                                                                                          | Geen.                      | –                                                                |
| Artikel 5, vierde lid, tweede zin | Artikel II, onderdeel C (invoeging artikel 5:7 Wft).                                                                                                                                                                                            | Geen.                      |                                                                  |
| Artikel 5, vijfde lid             | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling tot de ESMA is gericht.                                                                                                                                                          |                            |                                                                  |
| Artikel 6                         | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze evaluatiebepaling deels tot de Europese Commissie is gericht, en deels een feitelijk handelen van de centrale overheid betreft zonder dat derden daarop aanspraak hoeven te kunnen maken. | Geen.                      | –                                                                |
| Artikel 7, eerste lid             | Artikel IV                                                                                                                                                                                                                                      | Geen.                      | –                                                                |
| Artikel 7, tweede lid             | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat de bepaling een feitelijk handelen van de centrale overheid betreft zonder dat derden daarop aanspraak hoeven te kunnen maken.                                                                 | Geen.                      | –                                                                |
| Artikel 8                         | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling de inwerkingtreding van de richtlijn betreft.                                                                                                                                    | Geen.                      | –                                                                |
| Artikel 9                         | Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling de adressaten van de richtlijn betreft.                                                                                                                                          | Geen.                      | –                                                                |