

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 (PbEU L 2024/2810) (Implementatiewet richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht)

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 (PbEU L 2024/2810) (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.¹ Daarbij is gekozen voor de implementatiewijze die de minste lasten oplegt aan het bedrijfsleven.²

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

2. De richtlijn: een schets op hooflijnen

2.1. Achtergrond

2.1.1. De Europese kapitaalmarktenunie (KMU)

De richtlijn vormt onderdeel van een breder Europees wetgevingspakket (de *Listing Act package*).³ Doel van dit pakket is om, met name voor mkb-ondernemingen, een beursnotering aantrekkelijker te maken en daarmee de toegang tot publiek kapitaal te

¹ Artikel 9.4 Aanwijzingen voor de regelgeving (zuivere implementatie).

² Artikel 9.5 Aanwijzingen voor de regelgeving (lastenluwe implementatie).

³ 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.

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.⁴ 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 uitgiften) en hun publieke profiel en hun naamsbekendheid vergroten”*.⁵

Sinds de publicatie van het eerste KMU-actieplan in 2015⁶ zijn verschillende stappen gezet om adequate financieringsbronnen te ontwikkelen voor mkb-ondernemingen.⁷ In 2017 heeft de Commissie haar ambitieniveau verhoogd en ervoor gekozen meer aandacht te besteden aan de toegang van mkb-ondernemingen tot publieke markten.⁸ In januari 2018 is met de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (hierna: MiFID II)⁹ de mkb-groeimarkt geïntroduceerd als nieuwe categorie multilaterale handelsfaciliteit (MTF), met als doel mkb-ondernemingen te stimuleren om toegang te krijgen tot kapitaalmarkten.¹⁰ Een Commissievoorstel uit 2018 om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen is in november 2019 aangenomen.¹¹ 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.¹²

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.¹³ Door een beursnotering wordt de toegang tot publiek kapitaal vergroot.

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

⁵ Ibidem, p. 1.

⁶ 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).

⁷ Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 7-8.

⁸ 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

⁹ 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).

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

¹¹ 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.

¹² 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.

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

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) teveel regelgevingslast en 2) onvoldoende vennootschapsrechtelijke flexibiliteit voor de oprichters of meerderheidsaandeelhouders om te kiezen hoe zij stemrechten wensen te verdelen na een beursgang.¹⁴ 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.¹⁵ 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.¹⁶

Het gebruik van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht (hierna ook: MVS-structuur) kan een oplossing bieden. Bij een MVS-structuur is sprake van tenminste twee afzonderlijke aandelencategorieën, waarbij (ten minste) één aandelencategorie een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan de andere aandelencategorieën. Het gebruik van zo'n 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.¹⁷

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.¹⁸ 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.¹⁹ 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

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

¹⁵ Zie ook overweging 2 van de richtlijn.

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

¹⁷ Ibidem, p. 3; zie ook overweging 3 van de richtlijn.

¹⁸ Zie Tabel 1 in Annex 5 van het Impact Assessment Report (SWD(2022) 762 final, p. 140-141).

¹⁹ Zie overweging 7 van de richtlijn.

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.²⁰

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.²¹

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
- iii. transparantieplichtingen 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 hoofdpijnen 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.²² 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.²³ 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

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

²¹ Zie ook overweging 1 van de richtlijn.

²² Zie artikel 1 lid 1 van de richtlijn. De transparantieplichting die voortvloeit uit artikel 5 lid 4 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 lid 2).

²³ Zie voor de definitie van MTF artikel 4, lid 1, 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).

volgens de regels volgend uit titel II van de MiFID II-richtlijn, zoals geïmplementeerd in Wet op het financieel toezicht (Wft).²⁴

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.²⁵ Aan een vergunning voor het exploiteren van een MTF is een Europees paspoort verbonden.

Een MTF dient te worden onderscheiden van een gereguleerde markt en van een georganiseerde handelsfaciliteit (of OTF, *organised trading facility*).²⁶ Hoewel overweging 9 van de richtlijn uitwerkt dat de toelating tot de handel op gereguleerde markten geschikt is voor grotere en meer volwassen ondernemingen, terwijl MTF's over het algemeen geschikt 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.²⁷ In Nederland zijn (per 27 februari 2024) twaalf multilaterale handelsfaciliteiten actief.²⁸ 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.²⁹ 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.³⁰

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

²⁴ 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, 31086, nr. 3, p. 7)

²⁵ 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, 31086, nr. 3, p. 7)

²⁶ Een relevant verschil tussen een MTF en gereguleerde markt ten opzichte van een OTF, is dat de orderuitvoering op een OTF op discretionaire basis plaatsvindt, terwijl dit bij zowel de MTF als gereguleerde 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, 34583, nr. 3, p. 6.

²⁷ Zie de definitie van een mkb-groeimarkt artikel 4, lid 1, punt 12, MiFID II: het betreft een MTF die overeenkomstig artikel 33 MiFID-II als mkb-groeimarkt is geregistreerd.

²⁸ Zie het Register handelsplatformen van de AFM.

²⁹ Zie artikel 4:91ea Wft.

³⁰ Zie ook overweging 9 van de richtlijn.

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)³¹ 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 N.V.) en de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (hierna: de B.V.) genoemd. Zowel de N.V. als B.V. 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 N.V. en de B.V. 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.³² Van een MVS-structuur kan, kortom, worden gesproken wanneer er sprake is van tenminste 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;³³
- 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;³⁴
- 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 aandeelhouderschap te bevorderen en niet zozeer om het aantrekken van middelen bij het publiek aantrekkelijker te maken.³⁵

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

³² Zie ook overweging 4 van de richtlijn.

³³ Zie overweging 4 van de richtlijn.

³⁴ Zie overweging 5 van de richtlijn.

³⁵ Zie overweging 6 van de richtlijn.

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

2.2.3. Inhoud van de richtlijn

i. 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.

Invoering MVS-structuur

Artikel 3 lid 1 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 (lid 2). Ondernemingen moeten flexibiliteit hebben met betrekking tot het tijdstip van de invoering of wijziging van de MVS-structuur.³⁶ 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 (lid 3). Tot het moment van toelating beschikken de aandelen met meervoudig stemrecht dan over dezelfde stemrechten als andere aandelen categorieën. Dit zou ervoor zorgen dat een MVS-structuur met name de toelating tot de handel op een MTF bevordert.³⁷

Met het oog op een eerlijke behandeling van aandeelhouders,³⁸ moet het besluit van de onderneming om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht 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 (lid 1, 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 (lid 1, laatste zin). De preambule geeft er rekenschap van dat dit doorgaans een wijziging van de statuten van een onderneming zal vergen.³⁹ Het uitgangspunt naar Nederlands recht is dat besluiten van de algemene vergadering worden genomen met een gewone (ook wel: volstreckte) meerderheid van stemmen (oftewel: 50%+1), tenzij de wet of statuten voor bepaalde besluiten een grotere meerderheid voorschrijven (zie artt. 2:120/230 BW). Ook voor een besluit tot statutenwijziging van een N.V. of B.V. eist de wet in beginsel geen bijzondere meerderheid.⁴⁰ De statuten kunnen zwaardere eisen stellen (zie ook artt. 2:121/231 BW). De artikelsgewijze toelichting op artikelen 2:118b en 228a lid 3 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.

³⁶ Zie overweging 12 van de richtlijn.

³⁷ Zie overweging 12 van de richtlijn.

³⁸ Zie overweging 11 van de richtlijn.

³⁹ Zie overweging 11 van de richtlijn.

⁴⁰ Wel moet bij de B.V. 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 (art. 2:231 lid 4 BW). Gedacht kan worden aan een wijziging van bepaalde zeggenschapsrechten van houders van stemrechtloze aandelen, of van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.

Lidstaten mogen de invoering van een MVS-structuur niet afhankelijk stellen van de verlening van versterkte economische rechten voor aandelen zonder versterkt stemrecht (lid 1, 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 niet tegenhouden op grond van het feit dat de onderneming een MVS-structuur heeft ingevoerd.

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 structuur met aandelen met meervoudig stemrecht 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 gereguleerde markt of MTF zijn toegelaten (artikel 3 lid 5). 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.

Recht op MVS-structuur buiten de reikwijdte van de richtlijn

Van zo'n reeds bestaande structuur met aandelen met meervoudig stemrecht kan ook 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. Lidstaten hebben – *buiten* de invoering of wijziging van een MVS-structuur voor het doeleinde van het verzoek om toelating van hun aandelen tot een MTF, in welk geval de richtlijn geldt – de ruimte om nationale bepalingen in te voeren of te handhaven die MVS-structuren toestaan of juist verbieden.⁴¹ In Nederland worden verschillende manieren gebruikt om te differentiëren in het stemgewicht dat aan verschillende aandelen toekomt. Die manieren worden onverlet gelaten door de mogelijkheid om een MVS-structuur in de zin van de richtlijn in te voeren. De artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 228a lid 2 BW beschrijft de verhouding tussen bestaande praktijken en de richtlijn.

ii. 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 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).⁴² De richtlijn beoogt de bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht te coördineren.⁴³ Artikel 4 schrijft tegen die achtergrond voor dat lidstaten passende waarborgen dienen te treffen voor de adequate bescherming van de belangen van deze aandeelhouders. Die waarborgen moeten gelden in de situatie

⁴¹ 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 gereguleerde 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.

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

⁴³ Zie overweging 13 van de richtlijn.

waarin er reeds een MVS-structuur is ingevoerd (oftewel: het recht uit hoofde van artikel 3 van de richtlijn reeds is uitgeoefend).

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 lid 3 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).⁴⁴ 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.⁴⁵

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 daarinbinnen verschillende opties. Er kan (i) gekozen worden voor een beperking aan de *opzet* van de MVS-structuur,⁴⁶ 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,⁴⁷ in de vorm van een vereiste om besluiten van de algemene vergadering die zijn onderwerpen aan een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht – met uitzondering van benoemings- en ontslagbesluiten 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 aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen, een afzonderlijke stemming wordt gehouden.⁴⁸

⁴⁴ 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 lid 3, artikel 74, artikel 81 en artikel 93 lid 2 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.

⁴⁵ Zie overweging 14 van de richtlijn.

⁴⁶ Zie ook overweging 14 van de richtlijn.

⁴⁷ Onverminderd hetgeen voortvloeit uit de Vennootschapsrichtlijn, zo volgt uit overweging 14 van de richtlijn.

⁴⁸ 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.

In de tweede hiervoor uitgewerkte beperking (ten aanzien van de *uitoefening* van de stemrechten) wordt onderscheid gemaakt tussen bepaalde besluiten. Het idee is dat de controlerend aandeelhouder moet kunnen beslissen over operationele aangelegenheden. Zeer belangrijke beslissingen dienen echter door een gekwalificeerde meerderheid te worden genomen, waarbij de invloed van de controlerend aandeelhouder moet worden gemitigeerd. Dat doel wordt bereikt doordat er bij dat type (belangrijke) besluiten voor een gekwalificeerde meerderheid niet alleen naar stemrechten wordt 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 aandeelhouder met 50 stemmen, 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).

Welke besluiten een gekwalificeerde meerderheid vergen volgt uit het nationale recht. Voor zover dit benoemings- en ontslagbesluiten betreft van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen, worden die besluiten echter weer uitgezonderd van deze beschermingsmaatregel. Dit geldt ook voor operationele besluiten van deze organen die door de algemene vergadering (in een besluit) moeten worden goedgekeurd.

Sunsetclausules

Tot slot wordt lidstaten in artikel 4 lid 2 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.⁴⁹ In paragraaf 3.3. wordt uiteengezet dat (en waarom) Nederland geen gebruik maakt van deze optie.

iii. 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.⁵⁰

Openbaar te maken informatie

Artikel 5 van de richtlijn werkt deze transparantieverplichting uit. Op grond van lid 3 gaat het om het verstrekken door ondernemingen van gedetailleerde informatie over (a) de aandelenstructuur van de onderneming met vermelding van de verschillende

⁴⁹ Zie overweging 15 van de richtlijn.

⁵⁰ Zie overweging 16 van de richtlijn.

aandelen categorieën, met inbegrip van de aandelen die niet tot de handel zijn toegelaten en, voor elke aandelen categorie (i) de rechten en plichten die aan de aandelen in die aandelen categorie zijn verbonden, (ii) het percentage van het totale aandelenkapitaal of van het totale aantal aandelen dat de aandelen in die aandelen categorie vertegenwoordigen, en (iii) het totale aantal stemmen dat de aandelen in die aandelen categorie vertegenwoordigen. Daarnaast dient gedetailleerde informatie te worden verstrekt over (b) alle beperkingen op de overdracht van aandelen, en (c) 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 bekend 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 (controlerende) grootaandeelhouders is nodig zodat mogelijke beleggers een weloverwogen beleggingsbeslissing kunnen maken.⁵¹

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 het in de Prospectusverordening in artikel 6 bedoelde prospectus of in artikel 15 bis bedoelde EU-groei-uitgifteprospectus,⁵² of in het toelatingsdocument bedoeld in artikel 33, lid 3, punt c van MiFiD II, afhankelijk van de vraag welke van die documenten de onderneming bekend maakt. Daarnaast, indien de hiervoor beschreven informatie is gewijzigd sinds die informatie bekend werd gemaakt in een van deze documenten of in een vorig financieel jaarverslag, dient de informatie ook te worden opgenomen in het in artikel 78, lid 2, punt g van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565⁵³ bedoelde financieel jaarverslag.

In het geval van verhandeling op een MTF die niet als mkb-groeimarkt geregistreerd staat, dient de hiervoor beschreven informatie te worden opgenomen in het in de Prospectusverordening in artikel 6 bedoelde prospectus of in artikel 15 bis bedoelde EU-groei-uitgifteprospectus, of in eventuele op grond van het nationale recht of de regels van de betrokken MTF vereiste toelatingsdocumenten, in het geval een onderneming een

⁵¹ 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.

⁵² 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 gereguleerde 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).

⁵³ 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 (PB L 87 van 31.3.2017, blz. 1).

dergelijk prospectus of document bekendmaakt. Daarnaast, indien de hiervoor beschreven informatie niet eerder is bekendgemaakt of is gewijzigd sinds die informatie voor het laatst is bekendgemaakt 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.

Technische reguleringsnormen ESMA: identificatie aandelen en kennisgeving door onderneming

Op grond van artikel 5 lid 5 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 lid 4, 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.⁵⁴
- 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 lid 4, 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 lid 2 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.⁵⁵ Aan de Commissie is in artikel 5 lid 5 (laatste zin) de bevoegdheid toegekend om de richtlijn aan te vullen met de door ESMA opgestelde technische reguleringsnormen.⁵⁶

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 lid 3, onderdeel d, van de richtlijn), is de omgang met persoonsgegevens van belang.

De Europese Toezichthouder voor Gegevensbescherming (EDPS) is overeenkomstig artikel 42 lid 1 van Verordening (EU) 2018/1725⁵⁷ geraadpleegd en heeft op 6 februari 2023 een advies uitgebracht.⁵⁸

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

⁵⁴ Zie overweging 18 van de richtlijn.

⁵⁵ Ibidem.

⁵⁶ ESMA dient het ontwerp voor de technische reguleringsnormen uiterlijk op 5 december 2025 in bij de Commissie, zie artikel 5 lid 5 van de richtlijn.

⁵⁷ 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).

⁵⁸ PB C 65 van 22.2.2023, blz. 2, zie ook overweging 24 van de richtlijn.

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),⁵⁹ onverlet laat.

Ook de tweede aanbeveling – om een verwijzing naar “uiteindelijke eigendom” te schrappen uit de overwegingen bij de transparantieplichting,⁶⁰ 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 bekendmaking 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 lid 3 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.⁶¹ Aangezien de belegger een particulier kan zijn, moet deze informatie bovendien publiekelijk beschikbaar zijn.⁶²

Overigens is het Nederlands recht reeds bekend met bijvoorbeeld de transparantieplichting uit hoofde van artikel 10 van Richtlijn 2004/25/EG,⁶³ 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

⁵⁹ 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).

⁶⁰ In het voorstel betrof dit overweging 13, in de vastgestelde richtlijn zijn dit overwegingen 16-17.

⁶¹ Zie overweging 17 van de richtlijn.

⁶² Europese Commissie, Voorstel Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht, COM/2022/761, p. 17.

⁶³ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

wezenlijk belang zijn voor een persoon die overweegt een belang in de vennootschap te verwerven.

3. Wijze van implementatie

3.1. Methode van implementatie

In dit implementatiewetsvoorstel zijn de volgende uitgangspunten leidend:

- Er zijn geen andere regels opgenomen dan voor de implementatie noodzakelijk. Er wordt dus geen extra nationaal beleid en er worden geen (nodeloze) verfijningen ten opzichte van de richtlijn uitgewerkt in dit wetsvoorstel.⁶⁴
- Er is gekozen voor de implementatiewijze die de minste lasten oplegt aan het bedrijfsleven.⁶⁵
- 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)).⁶⁶
- Voor zover er sprake is van een verwijzing naar een bepaling van de richtlijn, of andere EU-regelgeving, geldt dat een wijziging van de Europese bepaling waarnaar is verwezen voor de toepassing van de met dit wetsvoorstel ingevoerde artikelen gaat gelden met ingang van de dag waarop aan de betrokken wijziging van de Europese bepaling uitvoering moet zijn gegeven.⁶⁷

3.2. Implementatie richtlijnbeoordelingen

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 N.V. als nieuw artikel 118b in Titel 4 (Naamloze vennootschappen), voor de B.V. als nieuw artikel 228a in Titel 5 (Besloten vennootschappen).

De transparantieverplichtingen die de richtlijn voorschrijft (onderdeel iii) worden geïmplementeerd in een nieuwe paragraaf 4.3.7.3. (Transparantievereisten aandelen met meervoudig stemrecht) in afdeling 4.3.7 (Verlenen van beleggingsdiensten, verrichten van beleggingsactiviteiten en transparantie inzake aandelen met meervoudig stemrecht) van de Wft.

3.3. Richtlijnbeoordelingen die niet worden geïmplementeerd

In de transponeringstabel in de bijlage bij deze memorie van toelichting wordt aangegeven welke richtlijnbeoordelingen 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

⁶⁴ Artikel 9.4 Aanwijzingen voor de regelgeving (zuivere implementatie).

⁶⁵ Artikel 9.5 Aanwijzingen voor de regelgeving (lastenluwe implementatie).

⁶⁶ Artikel 9.7 Aanwijzingen voor de regelgeving (aansluiting bij bestaande instrumenten).

⁶⁷ Artikel 9.10 Aanwijzingen voor de regelgeving (Dynamische en statische verwijzing).

kunnen maken.⁶⁸ Hieronder wordt een korte toelichting gegeven op de redenen om een aantal richtlijnbepalingen niet om te zetten in nationaal recht.

Artikel 1 bevat het onderwerp en toepassingsbereik van de richtlijn en behoeft naar zijn aard geen implementatie.

Artikel 2 onderdeel 1 (de definitie van het begrip 'onderneming') behoeft geen implementatie, nu de op de 'onderneming' toepasselijke regels worden geïmplementeerd in de titels van Boek 2 BW die zien op het type ondernemingen dat onder deze richtlijn valt. Voor de N.V. gaat het om implementatie in Titel 4 (over de naamloze vennootschap) en voor de B.V. om implementatie in Titel 5 (over de besloten vennootschap). In de Wft zal via een dynamische verwijzing naar het begrip 'onderneming' uit artikel 2 van de richtlijn worden verwezen.

Artikel 3 lid 1, 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.

Artikel 6 betreft de evaluatie van de richtlijn en behoeft geen implementatie. Deze bepaling is deels aan de Europese Commissie gericht, en deels aan de lidstaten, waarbij de bepaling vraagt om feitelijk handelen van de centrale overheid (namelijk: het aanleveren van informatie aan de Europese Commissie), zonder dat derden daarop aanspraak kunnen maken.

Artikel 7 betreft de omzetting van de richtlijn, artikel 8 de inwerkingtreding van de richtlijn en artikel 9 de adressaten van de richtlijn. Deze bepalingen behoeven naar hun aard geen implementatie.

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 lid 1, 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 lid 3 BW.

Artikel 3 lid 3 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. Op deze wijze wordt een nationale kop voorkomen. De richtlijn ziet op MVS-structuren die worden ingevoerd met het oogmerk om om toelating tot de handel op een MTF te verzoeken. Een MVS-structuur kan echter al worden ingevoerd vóórdat de onderneming daadwerkelijk verzoekt om toelating tot een MTF (zie artikel 3 lid 2 van de richtlijn). Als de mogelijkheid van artikel 3 lid 3 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.

⁶⁸ Artikel 9.6 Aanwijzingen voor de regelgeving (verplichting tot feitelijk handelen).

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 lid 1 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 lid 6 BW.

Artikel 4 lid 1 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 rechtspraktijk 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 artikelsgewijze toelichting bij artikelen 2:118b en 2:228a lid 7 BW.

Artikel 4 lid 2 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 enquêterecht, waar aandeelhouders op grond van art. 2:345 jo. 2:346 BW gebruik van kunnen maken.⁶⁹ 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 enquêteverzoek (art. 2:346 lid 1 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 enquêdrempeel 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.⁷⁰ Er wordt gestreefd naar een lastenluwe implementatie.

Burgers

⁶⁹ Hierbij kan ook worden gewezen op de mogelijkheid om te vragen om onmiddellijke voorzieningen (art. 2:349a lid 2 BW).

⁷⁰ Zie het Regeerprogramma, Uitwerking van het hoofdlijnenakkoord door het kabinet d.d. 13 september 2024, p. 117-119.

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.

Bedrijfsleven

1. Ondernemingen die gebruik maken van een MVS-structuur

Het wetsvoorstel brengt beperkte nalevingskosten en administratieve lasten mee voor het bedrijfsleven.⁷¹ 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.⁷² 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 in overleg met 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 hoog opgeleide medewerker) neer op €54.⁷³

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 B.V. (art. 2:238 BW).

Er is een bestaande wettelijke verplichting om in ieder geval jaarlijks eenmalig te vergaderen (artt. 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 hoog opgeleide medewerker) komen de regeldrukkosten op €108 per onderneming.

Indien een extra aandeelhoudersovereenkomst 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.⁷⁴

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.

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 openbaargemaakt. Dit betreft bijvoorbeeld het

⁷¹ 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.*"

⁷² Volgens het CBS waren er in het 2^e kwartaal 2025 915 N.V.'s en zo'n 465.000 B.V.'s actief in Nederland: [StatLine - Bedrijven; bedrijfsgrootte en rechtsvorm](#) (met rechtsvorm gefilterd op N.V. en B.V.).

⁷³ Dit uurtarief is gebaseerd op het Handboek Meting Regeldrukkosten, Den Haag, 2023.

⁷⁴ 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.

(eenmalig) opnemen van deze informatie in een prospectus of financieel jaarverslag, stukken die in beginsel – ook los van deze transparantieplichting – 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 53.⁷⁵ Of een financieel jaarverslag 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 bedoeld in artikel 392, eerste lid, onderdeel g, van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek moet worden opgenomen.

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 hoog opgeleide medewerker)⁷⁶ 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.

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 geen valide inschatting kan worden gemaakt van de regeldrukkosten verbonden aan deze technische reguleringsnormen.

Overheid

Dit wetsvoorstel heeft geen gevolgen voor de Rijksbegroting. Voor de overheid worden geen noemenswaardige extra lasten of kosten voorzien. 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.

⁷⁵ 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 gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.

⁷⁶ Zie het Handboek Meting Regeldrukkosten, Den Haag, 2023.

[De ATR wordt gelijktijdig met de internetconsultatie om advies gevraagd.]

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.

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 informatie aan de Europese Commissie te verstrekken over:

- a) het aantal ondernemingen met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht die toelating tot de handel op elk MTF en elke gereguleerde markt in de lidstaat hebben verkregen op of vóór 4 december 2026 en de ondernemingen die daarna toelating tot de handel op elk MTF en elke gereguleerde markt in de lidstaat hebben verkregen;
- b) de sector waarin de in punt a) bedoelde ondernemingen actief waren en de respectieve kapitalisatie op het ogenblik van de toelating tot de handel;
- c) indien de lidstaat daarover beschikt, de door de in punt a) bedoelde ondernemingen toegepaste waarborgen ter bescherming van beleggers met betrekking tot structuren met aandelen met meervoudig stemrecht.

De AFM, in Nederland actieve MTF's⁷⁷ en andere relevante partijen worden meegenomen in de aanloop richting deze evaluatie. De gegevens die in dit kader beschikbaar komen, worden ook bestudeerd voor een evaluatie van de doeltreffendheid van de regeling op nationaal niveau.

7. Advies en consultatie

[Volgt na adviezen en consultatie.]

8. Overgangsrecht en inwerkingtreding

Het wetsvoorstel voorziet niet in overgangsrecht. Onmiddellijke werking is mogelijk. Het wetsvoorstel introduceert in Boek 2 BW een nieuw recht op het gebruik van een MVS-structuur bij notering aan een MTF, het grijpt niet in op reeds bestaande praktijken van meervoudig stemrecht. Ook de verplichtingen die worden geïmplementeerd in de Wft gelden vanaf het moment van inwerkingtreding.

⁷⁷ Zie het register Multilaterale Handels Faciliteiten (MTF) op de website van de AFM: [Register handelsplatformen](#).

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 en B

Artikel 118b en 228a

In Titel 4 wordt een nieuw artikel 118b ingevoegd voor de N.V. (Onderdeel A). In Titel 5 wordt een nieuw artikel 228a ingevoegd voor de B.V. (Onderdeel B). Omdat de in te voegen regeling gelijk luidt voor de N.V. en B.V., en het enige verschil tussen beide artikelen de verwijzing naar de naamloze dan wel besloten vennootschap betreft, worden Onderdeel A en B hierna gezamenlijk besproken.

Lid 1; definitiebepalingen

Ten behoeve van de leesbaarheid van de rest van het artikel, zijn in lid 1 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 van Boek 2 BW. De definities zijn, waar passend binnen het wettelijk systeem, woordelijk overgenomen uit artikel 1, onderdeel 1-6, van de richtlijn. Zoals uitgewerkt in paragraaf 3.3, behoeft onderdeel 1 ("onderneming") uit artikel 1 van de richtlijn geen afzonderlijke implementatie in Boek 2 BW. Dat geldt ook voor onderdeel 6 ("mkb-groeimarkt"), 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 lid 1 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 lid 2 BW). Van deze uitgangspunten kan (binnen de grenzen van het gelijkheidsbeginsel; artikel 2:92 lid 2 BW en artikel 2:8 BW) worden afgeweken om een aandelenstructuur in te voeren waarin aan één aandeel meer of minder dan één stem is verbonden. Als er sprake is van meer dan één stem, is er sprake van een aandeel met meervoudig stemrecht.

Van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht (ook wel MVS-structuur) kan worden gesproken wanneer er sprake is van tenminste twee afzonderlijke aandelen categorieën, waarbij (ten minste) één van de aandelen categorieën een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan een andere aandelen categorie 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',⁷⁸ is aansluiting gezocht bij het 'soort' aandelen waar zowel de Nederlandse N.V. als B.V. mee bekend zijn (artikelen 2:67 en 2:175 lid 1 BW).⁷⁹

Lid 2; het recht op een MVS-structuur

Lid 2 implementeert artikel 3 lid 1, eerste zin van de richtlijn. Het lid beschrijft het recht van de vennootschap waarvan de aandelen nog niet worden verhandeld op een MTF om een MVS-structuur in te voeren. In het artikel wordt verduidelijkt dat hiermee wordt afgeweken van het uitgangspunt van artikel 2:118 lid 2 BW (zie ook hiervoor, in de toelichting op lid 1) dat aan ieder aandeel in beginsel één stem is verbonden.

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 uitgangspunt dat aan ieder aandeel één stem is verbonden. 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 lid 2 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.⁸⁰ 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 (zie paragraaf 2.2.2 en de opsomming hierna).

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. 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.⁸¹ 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 lid 3 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.⁸² 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 2:118b en 2:228a lid 2 BW wordt verhelderd dat een MVS-structuur kan worden ingevoerd in afwijking van artikel 2:118 lid 3 BW, op basis waarvan immers een verschil in nominale waarde per soort aandeel zou moeten bestaan om te kunnen differentiëren in het stemrecht.

⁷⁸ In het Engels: 'distinct and separate class of shares'.

⁷⁹ Dit sluit ook aan bij de implementatie van bepalingen uit de Vennootschapsrichtlijn, waar de vertaling van 'classes of shares' (zie bijvoorbeeld art. 74 van de Vennootschapsrichtlijn) zowel is vertaald, als is geïmplementeerd als 'verschillende soorten aandelen' (zie art. 2:99 BW). Dit betreft dan ook vooral een vertalingskwestie.

⁸⁰ Zie overweging 10 van de richtlijn.

⁸¹ Zie, onder velen, bijvoorbeeld Kalisvaart, 'Meervoudig stemrecht', *Onderneming en Financiering* 2019/27.

⁸² 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.

- *Loyaliteits aandelen.* Meervoudig stemrecht kan ook gecreëerd worden door middel van loyaliteits aandelen, waarbij loyaliteit van de aandeelhouder wordt beloond met extra zeggenschap (loyaliteitsstemrecht).⁸³ Ook loyaliteits aandelen vallen blijkens overweging 6 van de richtlijn uitdrukkelijk niet onder de reikwijdte van de richtlijn.
- *Degressief stemrecht bij de N.V.* Het N.V.-recht kent een regeling van degressief stemrecht in artikel 2:118 lid 4 BW.⁸⁴ Er geldt geen wettelijk meerderheidsvereiste voor de besluitvorming over invoering van een dergelijke stemrechtbeperking bij een N.V. In het nieuwe artikel 2:118b lid 2 wordt verankerd dat de regeling van artikel 2:118 lid 4 BW niet van toepassing is ten aanzien van een MVS-structuur die valt binnen de reikwijdte van het nieuwe artikel 2:118b BW (oftewel: invoering met het oogmerk om te verzoeken om de toelating tot de handel van aandelen op een MTF).⁸⁵
- *Ongelijk stemrecht bij de N.V.* Op grond van de regeling van ongelijk stemrecht van artikel 2:118 lid 5 BW kan ook op andere wijzen een ongelijk stemrecht voor aandeelhouders worden gecreëerd, zolang 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 lid 2 wordt verhelderd dat ook de regeling van artikel 2:118 lid 5 BW niet van toepassing is ten aanzien van een MVS-structuur die valt binnen de reikwijdte van het nieuwe artikel 2:118b BW.
- *Flexibel stemrecht bij de B.V.* Voor de B.V. geldt dat op grond van artikel 2:228 lid 4 BW in de statuten van het evenredig stemrecht kan worden afgeweken. Deze afwijkende regeling geldt dan voor alle besluiten. Een besluit tot statutenwijziging dat een wijziging in het stemrecht betreft kan alleen worden genomen met algemene stemmen in een algemene vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd. In het nieuwe artikel 2:228a lid 2 BW wordt bepaald dat artikel 2:228 lid 4 BW, met de daaruit voortvloeiende vereisten, niet van toepassing is ten aanzien van een MVS-structuur die valt binnen de reikwijdte van het nieuwe artikel 2:228a BW. De wijze waarop deze MVS-structuur kan worden ingevoerd volgt uit artikel 2:228a lid 3 BW en de besluiten waar deze afwijkende regeling voor geldt volgen uit artikel 2:228a lid 7 BW.
- *Stemrechtloze aandelen bij de B.V.* Ook de regeling van stemrechtloze aandelen bij de B.V. (artikel 2:228 lid 5 BW) valt buiten de reikwijdte van de richtlijn (zie overweging 5 van de richtlijn). In lid 2 wordt verhelderd dat artikel 2:228 lid 5 BW niet van toepassing is ten aanzien van een MVS-structuur die valt binnen de reikwijdte van het nieuwe artikel 2:228a BW.

Lid 3; het besluit tot invoering van een MVS-structuur

⁸³ 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 kapitaal inbreng van deze aandeelhouder tegenover staat. Het loyaliteitsaandeel geeft eenzelfde stemrecht als een gewoon aandeel, maar een marginaal winstrecht. Loyaliteits aandelen zijn niet in de wet geregeld.

⁸⁴ 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.

⁸⁵ Zie overweging 10 van de richtlijn.

Lid 3 implementeert artikel 3 lid 1, tweede en laatste zin, van de richtlijn. Het lid beschrijft de wijze waarop een besluit tot invoering of wijziging van de MVS-structuur, zoals bedoeld in het tweede lid van 2:118b/228a BW, door de algemene vergadering wordt genomen.

Voor invoering van een MVS-structuur is een besluit van de algemene vergadering vereist (art. 3 lid 1 van de richtlijn). De richtlijn schrijft voor dat dit besluit wordt genomen met ten minste een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht, en laat dus ruimte voor een nadere invulling van het vereiste van een gekwalificeerde meerderheid.

Uitgangspunt in het Nederlands vennootschapsrecht is dat besluiten worden genomen met een gewone (ook wel: volstreckte) meerderheid van stemmen (50% +1), tenzij de wet of statuten voor bepaalde besluiten een grotere meerderheid voorschrijven (art. 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,⁸⁶ al dan niet (ii) indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd,⁸⁷ of juist een maximum van twee derden van de uitgebrachte stemmen, welke twee derden meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen,⁸⁸ tot meerderheden van ten minste drie vierden van de uitgebrachte stemmen, (iv) bij gebreke van een lagere voorgeschreven meerderheid in de statuten,⁸⁹ of (v) in een vergadering waarin 95% van het geplaatst kapitaal is vertegenwoordigd,⁹⁰ en (vi) een meerderheid van 95% van de uitgebrachte stemmen.⁹¹

Voor de invoering van een MVS-structuur wordt in artikelen 2:118b en 2:228a lid 3 BW een gekwalificeerde meerderheid van twee derden van de uitgebrachte stemmen vereist. Een meerderheid van twee derden 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, dan wordt ook binnen elke soort aandelen waarvan de rechten worden getroffen afzonderlijk gestemd. Hiertoe is een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten afbreuk wordt gedaan. Ook dat besluit dient met een gekwalificeerde meerderheid te worden genomen. De exacte formulering van dit vereiste in lid 3 wijkt iets af van de formulering van artikel 3 lid 1 van de richtlijn. Hiermee is geen inhoudelijke afwijking van de richtlijn beoogd; hiervoor is slechts gekozen met het oog op een betere systematische inpassing in Boek 2 BW.⁹²

⁸⁶ Zie de artikelen 2:333gb lid 1 BW (grensoverschrijdende fusie), 2:334pp lid 1 BW (grensoverschrijdende splitsing) en 2:335h lid 3 BW (grensoverschrijdende omzetting).

⁸⁷ Zie hiervoor de artikelen 2:96a lid 7 BW (beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing), 2:98c lid 5 BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als in art. 2:98c lid 2 BW), 2:99 lid 6 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.

⁸⁸ Zie art. 2:134/244 lid 2 BW (schorsing of ontslag van een bestuurder).

⁸⁹ Zie art. 2:135a BW (vaststelling van het bezoldigingsbeleid van de beursvennootschap).

⁹⁰ Zie art. 2:334cc lid 1 onder d (zuivere splitsing door de AV van de splitsende vennootschap).

⁹¹ Zie art. 2:98 lid 5 BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als bedoeld in art. 2:98c lid 2 BW voor beurs-NV's).

⁹² Ook hier wordt aangesloten bij de formulering elders in Boek 2 BW, zie art. 2:99 lid 5 BW, die voortvloeit uit implementatie van de Vennootschapsrichtlijn en in de Engelse redactie een gelijkkluidend vereiste kent als de richtlijn (meervoudig stemrecht). Hoewel de Engelse tekst van beide richtlijnen hetzelfde is, wijkt de Nederlandse vertaling van de richtlijn meervoudig stemrecht op punten af van de Nederlandse vertaling van de

De invoering van een MVS-structuur zal (doorgaans) een (besluit tot) wijziging van de statuten van de N.V. of B.V. vergen. Een MVS-structuur vereist verschillende soorten aandelen (zie de toelichting bij lid 1 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 (artt. 2:67/175 lid 1 BW), en welk stemrecht verbonden is aan iedere soort. De verschillende soorten aandelen zullen ook uit het aandeelhoudersregister moeten blijken (art. 2:194 lid 1 BW). Een statutenwijziging vraagt om een notariële akte (artt. 2:124/234) en van de statutenwijziging wordt opgave bij het handelsregister gedaan (artt. 2:126/236 BW). Bij invoering van een MVS-structuur direct bij de oprichting van een vennootschap, zal een authentiek afschrift van de akte van oprichting ten kantore van het handelsregister moeten worden neergelegd (art. 2:180 BW).

Lid 4; uitoefening van de versterkte stemrechten na toelating tot een MTF

Lid 4 implementeert artikel 3 lid 3 van de richtlijn. Op grond van dit artikel kunnen lidstaten de uitoefening van de versterkte stemrechten afhankelijk stellen van de toelating tot een MTF.⁹³ 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 de ruimte die de richtlijn hier biedt niet zou worden benut, zou de faciliteit van artikelen 2:118b en 2:228a lid 2 BW tot een breder gebruik kunnen leiden dan beoogd onder de richtlijn en noodzakelijk voor implementatie. Er zou dan immers ook al gebruik van gemaakt kunnen worden buiten de situatie waarin een vennootschap toelating zoekt tot een MTF. Dit zou tot mogelijke strijdigheid kunnen leiden met bestaande bepalingen over meervoudig stemrecht in het Nederlands recht, die andere voorwaarden stellen dan de nieuwe artikelen 2:118b en 2:228a BW. Zie hiervoor de artikelen 2:118 en 2:228 lid 4 en 5 BW, die in het nieuwe lid 2 buiten toepassing zijn verklaard. Als een MVS-structuur ook zou kunnen worden geeffectueerd buiten de situatie van een notering aan een MTF, zou dit kunnen leiden tot omzeiling van deze bepalingen, met name van de regeling van flexibel stemrecht in artikel 2:118 lid 4 BW. Dit artikel maakt voor de B.V. afwijking van het evenredig stemrecht mogelijk, maar wel slechts voor alle besluiten, waarbij geldt dat een besluit tot statutenwijziging dat een wijziging in het stemrecht betreft slechts kan worden genomen met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd. Dit wijkt af van het vereiste van artikel 2:118b/228a lid 3 BW, op grond waarvan voor invoering van een MVS-structuur 'slechts' een twee derden meerderheid vereist is.

Lid 4 brengt met zich dat de MVS-structuur al wel kan worden ingevoerd, maar het meervoudig stemrecht nog niet kan worden benut zolang er nog geen sprake is van toelating tot een MTF. Dat betekent dat voorafgaand al wel een MVS-structuur kan worden opgetuigd, door de benodigde besluitvorming en aanpassing van de statuten. Tot het moment van toelating tot een MTF heeft de aandeelhouder – die op papier al versterkt stemrecht verkrijgt – echter nog het gebruikelijke evenredige stemrecht in de algemene vergadering. Pas ná toelating tot de handel op een MTF kan het versterkte stemrecht worden uitgeoefend en van invloed zijn op de besluitvorming in de algemene vergadering.

Vennootschapsrichtlijn. Omwille van de consistentie binnen Boek 2 BW, is ervoor gekozen aan te sluiten bij de formulering die reeds wordt gebezigd in Boek 2 BW, er wordt inhoudelijk echter niet afgeweken van de vereisten van artikel 3 lid 1 van de richtlijn meervoudig stemrecht.

⁹³ Zie ook overweging 12 van 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 dat een onderneming bijvoorbeeld 'doorgroeit' en haar aandelen niet langer op een MTF, maar op een gereguleerde markt wenst te verhandelen. Zoals volgt uit lid 4, 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.⁹⁴ Indien er wordt voorzien in een bepaling die het mogelijk maakt om de aan de MVS-aandelen verbonden versterkte stemrechten ook uit te (blijven) oefenen bij een notering aan een ander handelsplatform dan aan een MTF,⁹⁵ zoals aan een gereguleerde markt, zou dat betekenen dat de implementatie een breder bereik heeft dan noodzakelijk op grond van de richtlijn. Om een nationale kop te voorkomen, wordt hier niet in voorzien (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 de 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 lid 2.

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.⁹⁶

Lid 5; overeenkomstige toepassing op wijziging van een bestaande structuur met meervoudig stemrecht voorafgaand aan toelating tot een MTF

Lid 5 implementeert artikel 1 lid 5 van de richtlijn, waarin artikel 3 van de richtlijn van overeenkomstige toepassing wordt verklaard op een onderneming waarvan de aandelen nog niet tot de handel op een gereguleerde markt of MTF zijn toegelaten, indien die onderneming besluit een bestaande structuur met aandelen met meervoudig stemrecht te wijzigen met als oogmerk te verzoeken om toelating tot de handel van haar aandelen op een MTF.

Dit lid ziet dus op een N.V. of B.V. die al gebruik maakt van een vorm van meervoudig stemrecht, bijvoorbeeld een B.V. die gebruik maakt van het flexibele stemrecht in de zin van artikel 2:228 lid 4 BW, maar deze bestaande structuur wil wijzigen met het doel te verzoeken om toelating tot een MTF. In dat geval gelden dezelfde vereisten voor de wijziging van deze bestaande structuur, als voor de invoering van een MVS-structuur in een vennootschap die in het geheel nog geen gebruik maakte van (enige vorm van)

⁹⁴ Zie overweging 1 van de richtlijn.

⁹⁵ Waaronder steeds is begrepen een notering aan een mkb-groeimarkt.

⁹⁶ Zie artikel 6 van de richtlijn.

meervoudig stemrecht. In feite betreft deze wijziging immers een invoering van een MVS-structuur in de zin van artikelen 2:118b en 2:228a BW. Dit lid 5 onderstreept dat voor een dergelijke wijziging – dus vóór het moment van toelating tot de handel – dezelfde criteria gelden als voor invoering en verklaart de leden 2 tot en met 4 hier van overeenkomstige toepassing.

Lid 5 betreft niet de wijziging van een reeds ingevoerde MVS-structuur van een vennootschap waarvan de aandelen al zijn toegelaten tot de handel, zie daarvoor lid 6.

Lid 6; waarborgen aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht: wijziging MVS-structuur

Lid 6 implementeert artikel 4 lid 1 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, als ook een afzonderlijke stemming in elke aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen.

Zoals gold voor het besluit tot invoering van een MVS-structuur (zie de toelichting op lid 3), 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 dit besluit wordt in lid 5 van de nieuwe artikelen 2:118b en 2:228a BW een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen vereist. Dit meerderheidsvereiste sluit aan bij de in Boek 2 BW bekende gekwalificeerde meerderheden (zie ook de toelichting op lid 3), en het laat de aandeelhouders nog voldoende ruimte om – naar bevind van zaken – een bestaande structuur te wijzigen, bijvoorbeeld voorafgaand aan een aandelenemissie.

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 aan wier rechten afbreuk wordt gedaan,⁹⁷ welk besluit ook met een gekwalificeerde meerderheid dient te worden genomen. Ook wijziging van een MVS-structuur zal doorgaans een wijziging van de statuten van de N.V. of B.V. vereisen.⁹⁸ Verwezen wordt naar hetgeen hierover is opgemerkt in het kader van de invoering van een MVS-structuur, in de toelichting op lid 3.

Lid 7; waarborgen aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht: dubbele gekwalificeerde meerderheid bij belangrijke beslissingen

Lid 7 implementeert artikel 4 lid 1 onderdeel b van de richtlijn. Evenals de in lid 6 geïmplementeerde bepaling, betreft dit een waarborg ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht. Het betreft een beperking van de invloed van de controlerend aandeelhouder op het besluitvormingsproces tijdens de algemene

⁹⁷ Ook hier wordt aangesloten bij de formulering elders in Boek 2 BW, zie art. 2:99 lid 5 BW, die voortvloeit uit implementatie van de Vennootschapsrichtlijn en in de Engelse redactie een gelijkkluidend vereiste kent als de richtlijn (meervoudig stemrecht). Hiermee is opnieuw geen inhoudelijke afwijking van de richtlijn beoogd.

⁹⁸ Zie ook overweging 11 van de richtlijn.

vergadering, waarbij lidstaten worden verplicht om (ten minste) één maatregel in te voeren. Dit betreft ofwel (i) een maximale stemverhouding, ofwel (ii) een 'dubbele' gekwalificeerde meerderheid 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 (a) ofwel het vertegenwoordigde aandelenkapitaal, dan wel het vertegenwoordigde aantal aandelen, (b) ofwel ook een afzonderlijke stemming vereist is binnen elke aandelencategorie waarvan de rechten worden getroffen. Zie hierover ook uitvoerig paragraaf 2.2.3(ii)).

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.⁹⁹ 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 (gekwaltificeerde) meerderheden bij bepaalde typen besluiten (zie hierover ook de toelichting op lid 3). Ook in statuten wordt in de praktijk vaak gewerkt met gekwalificeerde meerderheden. Voor de bescherming van minderheidsaandeelhouders 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. De verlangde gekwalificeerde meerderheid is in die zin dubbel, dat de gekwalificeerde meerderheid moet worden berekend als (i) een gekwalificeerde meerderheid van de uitgebrachte stemmen én (ii) van hetzij het op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal, hetzij het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. Ten behoeve van de leesbaarheid is in de wettekst gekozen voor de redactie dat het gaat om een gekwalificeerde meerderheid van *zowel* de uitgebrachte stemmen, *als* van hetzij het vertegenwoordigde aandelenkapitaal, hetzij het aantal vertegenwoordigde aandelen. Er wordt aangesloten bij een meerderheid van het vertegenwoordigde aandelenkapitaal, dan wel aantal aandelen (optie a), omdat ook het vaststellen van het op een vergadering vertegenwoordigde aandelenkapitaal in meer bepalingen in Boek 2 BW een rol van betekenis speelt en de praktijk hier dus voldoende mee bekend is.¹⁰⁰

Het type besluiten dat met een dergelijke 'dubbel' gekwalificeerde meerderheid dient te worden genomen, betreft belangrijke beslissingen. De controlerend aandeelhouder moet kunnen beslissen over operationele aangelegenheden. Belangrijke beslissingen dienen echter door een gekwalificeerde meerderheid te worden genomen, waarbij de invloed van de controlerend aandeelhouder wordt gemitigeerd. Een beslissing wordt belangrijk geacht wanneer het een besluit van de algemene vergadering vereist dat is onderworpen aan een gekwalificeerde meerderheid van stemmen als omschreven in het nationale recht. Dit betreft de besluiten waarvoor een gekwalificeerde meerderheid is voorgeschreven, zoals uitgewerkt in de toelichting op lid 3.

Belangrijke operationele besluiten, zoals benoemings- en ontslagbesluiten van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de vennootschap, worden echter uitgezonderd. In de Nederlandse context worden daaronder de benoemings- en ontslagbesluiten van het bestuur en de raad van commissarissen begrepen. Er is in de

⁹⁹ Deze vraag is ook signaleerd door de Expertgroep Modernisering N.V.-recht, Advies over loyaliteitsaandelen, d.d. 5 december 2022, par. 2.3.

¹⁰⁰ Zie bijvoorbeeld de artikelen 2:135a BW, 2:96a lid 7 BW (beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of tot aanwijzing), 2:98c lid 5 BW (goedkeuring van de AV van een bestuursbesluit tot het verstrekken van een lening als in art. 2:98c lid 2 BW), 2:99 lid 6 BW (kapitaalvermindering), 2:121a/231a BW (vermindering bedrag aandelen), 2:330 BW (fusie) en 2:334ee BW (splitsing).

formulering van lid 7 echter dichtbij de letterlijke tekst van de richtlijn gebleven om ruimte te bieden voor mogelijke toekomstige ontwikkelingen.

Ook operationele besluiten van het bestuur of de raad van commissarissen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd worden uitgezonderd. Bij dergelijke besluiten is geen 'dubbele' gekwalificeerde meerderheid vereist. De in Boek 2 BW wettelijk voorgeschreven gekwalificeerde meerderheid blijft vanzelfsprekend vereist.

Tegen de achtergrond van het onderscheid tussen verschillende besluiten dat wordt gemaakt in artikelen 2:118b en 2:228a lid 7 BW, wordt opgemerkt dat er bij de invoering van het flexibele stemrecht voor de B.V. in artikel 2:228 lid 4 BW voor is gekozen om de afwijkende stemrechtregeling te laten gelden voor *alle* besluiten van de algemene vergadering van de B.V. Als het stemrecht per besluit zou variëren, zou dat tot vragen kunnen leiden bij de vaststelling of er sprake is van een dochtermaatschappij. Voor die vaststelling is bepalend dat een aandeelhouder meer dan de helft van de stemrechten in een vennootschap kan uitoefenen (art. 2:24a BW). Bij differentiatie tussen verschillende besluiten is het de vraag voor welke besluiten de stemrechtmeerderheid van een aandeelhouder nodig is om vast te kunnen stellen of er sprake is van een dochtermaatschappij. Artikelen 2:118 en 2:228a lid 7 BW zien strikt genomen op de wijze waarop een gekwalificeerde meerderheid wordt vastgesteld (door naar de uitgebrachte stemmen én het aantal stemmen, dan wel aandelenkapitaal te kijken), het stemrecht dat per besluit per aandeel kan worden uitgeoefend wijzigt niet. Artikel 2:24a lid 1 onderdeel b BW kent daarnaast als aangrijpingspunt de vraag of een moedervennootschap meer dan de helft van de bestuurders of commissarissen kan benoemen of ontslaan. Dergelijke benoemings- en ontslagbesluiten zijn op grond van de richtlijn expliciet uitgezonderd van besluiten die met 'dubbele' gekwalificeerde meerderheid moeten worden genomen. Voor de toepassing van art. 2:24a BW kan kortom aansluiting worden gezocht bij de stemrechtverhouding zoals die, na invoering van de MVS-structuur, volgt uit de statuten.

Onderdeel C

In titel 9 wordt een nieuw onderdeel g toegevoegd aan lid 1 van artikel 392 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek.

Dit onderdeel implementeert artikel 5 lid 3 van de richtlijn. Op grond van artikel 5 van de richtlijn dienen lidstaten ondernemingen met een MVS-structuur, waarvan de aandelen (zullen) worden verhandeld op een MTF of een mkb-groeimarkt (niet zijnde een MTF), ertoe te verplichten om voor beleggers relevante informatie op te nemen in bepaalde documenten, zoals een prospectus of ander toelatingsdocument. Deze bepaling wordt hoofdzakelijk geïmplementeerd in de Wft (zie de artikelsgewijze toelichting op Artikel II hierna). Indien de voorgeschreven informatie echter is gewijzigd sinds die voor het laatst openbaar werd gemaakt in een dergelijk document, kan de onderneming verplicht zijn deze informatie op te nemen in een financieel jaarverslag.

Om goed zichtbaar te maken welke informatie in de jaarverslaggeving van rechtspersonen wordt verlangd, wordt de informatie die in deze gevallen bekend moet worden gemaakt ook uitgeschreven in Titel 9 van Boek 2 BW.

De gevraagde informatie betreft geen financiële informatie. De informatie sluit naar zijn aard aan bij de overige gegevens die op grond van artikel 2:392 BW moeten worden toegevoegd aan de jaarrekening en het bestuursverslag. Onderdeel van die overige gegevens is reeds een lijst van namen van degenen aan wie een bijzonder statutair recht inzake de zeggenschap in de rechtspersoon toekomt, met een omschrijving van dat recht (art. 2:392 lid 1 onder d BW). Het ligt daarom voor de hand om aan te sluiten bij deze verplichting en om van ondernemingen met een MVS-structuur, die verplicht zijn om deze

informatie openbaar te maken, te verlangen dat zij de informatie waar artikel 5 lid 3 van de richtlijn om vraagt hierin meenemen. Of een onderneming naar Nederlands recht verplicht is om de overige gegevens openbaar te maken, hangt af van de regels die voor de desbetreffende onderneming gelden op grond van Titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek.

De verplichting voor ondernemingen die zich aan een MTF of mkb-groeimarkt laten noteren wordt geïmplementeerd in artikel 4:91h en 4:91g Wft. In deze artikelen wordt voor de omschrijving van de verplichte informatie verwezen naar dit nieuwe onderdeel in artikel 2:392 BW.

ARTIKEL II (Wet op het financieel toezicht)

Onderdeel A en B

Artikel II voorziet in de wijzigingen van de Wet op het financieel toezicht (Wft) die noodzakelijk zijn ter implementatie van de richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht. Voorgesteld wordt voor die implementatie te voorzien in een nieuwe paragraaf 4.3.7.3. die wordt ingevoegd in afdeling 4.3.7 van de Wft. Daarom wordt ook voorzien in een wijziging van het opschrift van die afdeling. Omwille van de toegankelijkheid is gekozen zowel de verplichtingen met betrekking tot transparantie voor de ondernemingen met een MVS-structuur als de verplichtingen in dat kader voor beleggingsondernemingen of marktexploitanten die een in Nederland gelegen of beheerde MTF exploiteren in deze nieuwe paragraaf op te nemen.

Artikel 4:91f

In dit artikel is voorzien in enkele definities van begrippen die uitsluitend worden gebruikt in paragraaf 4.3.7.3. Daarom is opname daarvan in deze paragraaf duidelijker dan in artikel 1:1 van de Wft. In de definities is zo veel mogelijk aangesloten bij de definities zoals opgenomen in artikel 2 van de richtlijn. Voor de leesbaarheid van de artikelen is in deze paragraaf ook een definitie van de richtlijn opgenomen. Voor de prospectusverordening¹⁰¹ en voor de gedelegeerde verordening markten voor financiële instrumenten 2014 inzake organisatorische eisen¹⁰² waarnaar wordt verwezen is in de Wft reeds voorzien in definitiebepalingen. Dat geldt ook voor de definitie van een multilaterale handelsfaciliteit. Zoals uit de voorgestelde definities volgt valt een mkb-groeimarkt onder de definitie van multilaterale handelsfaciliteit. Als een multilaterale handelsfaciliteit wordt bedoeld die niet is geregistreerd als mkb-groeimarkt, is dat in het artikel verwoord met de term 'multilaterale handelsfaciliteit niet zijnde een mkb-groeimarkt'.

Artikel 4:91g

Dit artikel legt transparantieverplichtingen (uit artikel 5 lid 1 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 multilaterale handelsfaciliteit 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

¹⁰¹ 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

¹⁰² 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.

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 bedoeld in artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW 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 lid 1 onder c).

De informatie, bedoeld in artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW, 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) en de artikelsgewijze toelichting op artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW). 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 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 lid 3 van de richtlijn in het financieel jaarverslag 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 is bekendgemaakt in het prospectus, het EU-groei-uitgifteprospectus of het 'toelatingsdocument' of in het vorige financieel jaarverslag. Dit garandeert continue informatievoorziening aan de markt, in lijn met de bestaande verslaggevingseisen voor mkb-groeimarkten.

Artikel 4:91h

Dit artikel voert artikel 5 leden 2 en 3 van de richtlijn uit 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 4:91g, 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 gespecificeerd in artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW 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 zoals bedoeld in artikel 4:91a lid 5 Wft, door de onderneming toelatingsdocumenten moeten worden opgesteld die openbaar (moeten) worden gemaakt.

Het artikel verplicht (net als artikel 4:91g) overeenkomstig het bepaalde in de richtlijn uitsluitend tot opname van deze informatie in de genoemde documenten indien die documenten door de onderneming openbaar worden gemaakt. Zo blijven de lasten beperkt maar wordt wel gezorgd dat dat beleggers uit openbaar gemaakte documenten duidelijk inzicht krijgen in de zeggenschapsverhoudingen.

Het tweede lid verplicht de ondernemingen tot het opnemen van de informatie bedoeld in artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW in een eventueel op grond van het nationale recht vereist financieel jaarverslag. De verzochte informatie betreft geen financiële informatie. De gevraagde informatie sluit naar zijn aard aan bij de overige gegevens die op grond van art. 2:392 BW moeten worden toegevoegd aan de jaarrekening en het bestuursverslag (zie verder de artikelsgewijze toelichting op artikel 2:392 lid 1 onderdeel g BW)

De verplichting om de informatie uit artikel 5 lid 3 van de richtlijn op te nemen in het financieel jaarverslag geldt uitsluitend indien de informatie niet eerder openbaar is gemaakt in het prospectus, het EU-groei-uitgifteprospectus of de informatie als bedoeld in artikel 2:392 BW. Of indien de informatie is gewijzigd sinds die openbaar is gemaakt in een van de genoemde documenten. Dit garandeert continue informatievoorziening aan de markt.

Artikel 4:91i

Dit artikel is gebaseerd op artikel 3 lid 4 van de richtlijn en bepaalt dat een beleggingsonderneming of marktexploitant die een in Nederland gelegen of beheerde MTF exploiteert, de toelating tot de handel van aandelen niet mag weigeren uitsluitend omdat een onderneming een MVS-structuur heeft ingevoerd zoals bedoeld in de artikelen 4:91g en 4:91h. Hiermee wordt voorkomen dat nationale verschillen in regelgeving over dergelijke structuren de toegang tot MTF's beperken, wat ondernemingen, vooral in het mkb, meer ruimte geeft om hun financieringsstructuur flexibel in te richten zonder belemmeringen bij toelating.

Artikel 4:91j

Dit artikel voert een verplichting uit artikel 5 lid 4 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 lid 5 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 lid 2 van de richtlijn).

Artikel 4:91k

Dit artikel implementeert een aanvullende verplichting uit artikel 5 lid 4 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 lid 5 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 lid 2 van de richtlijn).

ARTIKEL III (Inwerkingtreding)

Artikel III 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 IV (Citeertitel)

Artikel IV bevat de citeertitel van deze wet.

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

De Staatssecretaris van Justitie en Veiligheid,

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 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 lid 1	Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling het onderwerp van de richtlijn betreft. Het toepassingsbereik van Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b en 2:228a BW), zal aansluiten bij het toepassingsbereik van de richtlijn.	Geen.	-
Artikel 1 lid 2	Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat deze bepaling het toepassingsbereik van een enkele bepaling betreft. Het toepassingsbereik van Artikel II, onderdeel B (invoeging van de artikelen 4:91j en 4:91k Wft), zal hierbij aansluiten.	Geen.	-
Artikel 2 onderdeel 1	Behoeft geen implementatie. De op de 'onderneming'	Geen.	-

	toepasselijke regels worden geïmplementeerd in de relevante titels in Boek 2 BW: voor de N.V. in Titel 4 (Artikel I, onderdeel A) en voor de B.V. in Titel 5 (Artikel I, onderdeel B). In de artikelen 4:91h en 4:91g Wft (Artikel II, onderdeel B) wordt dynamisch verwezen naar de 'onderneming' in de zin van de richtlijn.		
Artikel 2 onderdeel 2	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 1 en 2:228a lid 1 BW).	Geen.	-
Artikel 2 onderdeel 3	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 1 en 2:228a lid 1 BW), en in Artikel II, onderdeel B (invoering van artikel 4:91f Wft)	Geen.	-
Artikel 2 onderdeel 4	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 1 en 2:228a lid 1 BW). Hier wordt verwezen naar de reeds bestaande definitie in artikel 1:1 Wft.	Geen.	-
Artikel 2 onderdeel 5	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 1 en 2:228a lid 1 BW), en in	Geen.	-

	Artikel II, onderdeel B (invoering van artikel 4:91f Wft) Hier wordt verwezen naar de reeds bestaande definitie in artikel 1:1 Wft.		
Artikel 2 onderdeel 6	Artikel II, onderdeel B (invoering van artikel 4:91f Wft)	Geen.	-
Artikel 3 lid 1, eerste zin	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 2 en 2:228a lid 2 BW).	Geen.	-
Artikel 3 lid 1, tweede zin	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 3 en 2:228a lid 3 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.
Artikel 3 lid 1, derde zin	Behoeft naar zijn aard geen implementatie, omdat de bepaling geen verplichting (maar een nalaten) oplegt aan de lidstaten.	Geen.	-
Artikel 3 lid 1, vierde zin	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 3 en 2:228a lid 3 BW).	Geen.	-

Artikel 3 lid 2 en lid 3	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 4 en 2:228a lid 4 BW).	Lid 3 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 lid 4	Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91i Wft).	Geen.	
Artikel 3 lid 5	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 5 en 2:228a lid 5 BW).	Geen.	-
Artikel 4 lid 1 onderdeel a	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van artikelen 2:118b lid 6 en 2:228a lid 6 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.
	Artikel I, onderdeel A en B (invoeging van	Lid 1 onderdeel b verplicht lidstaten	Omwille van de aansluiting bij de

Artikel 4 lid 1 onderdeel b	artikelen 2:118b lid 7 en 2:228a lid 7 BW.	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.	Nederlandse rechtspraak 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.
Artikel 4 lid 2	Geen implementatie.	Lid 2 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 lid 1 en lid 3	Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91g Wft).		
Artikel 5 lid 2 en lid 3	Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91h Wft).		
Artikel 5 lid 4 eerste zin	Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91j Wft).	Geen.	-
Artikel 5 lid 4 tweede zin	Artikel II, onderdeel B (invoeging artikel 4:91k Wft).	Geen.	
Artikel 5 lid 5	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 lid 1	Artikel III	Geen.	-
Artikel 7 lid 2	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.	-