

Ministerie van Justitie en Veiligheid

Ministerie van Financiën

Uitsluitend elektronisch verzonden via www.internetconsultatie.nl

Den Haag, 28 augustus 2025

Ref: B25.04

Betreft: Consultatie voorontwerp implementatiewet richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht

Geachte heer/mevrouw,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid om te reageren op het consultatiedocument d.d. 7 juli 2025 inzake het voorontwerp voor de implementatiewet richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht (hierna: het voorontwerp).

1. Het voorontwerp draagt in de huidige vorm niet bij aan het doel van de richtlijn

Het voorontwerp strekt tot implementatie van de richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht (hierna: richtlijn).¹ Eén van de doelen van de richtlijn is het aantrekkelijker maken van een beursnotering voor mkb-vennootschappen aan een multilaterale handelsfaciliteit (hierna: MTF)² waarmee het vermogen om middelen aan te trekken wordt vergroot.³ De richtlijn bepaalt dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat vennootschappen het recht hebben om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht (hierna: MVS-structuur) in te voeren met het oogmerk om te verzoeken om de toelating tot de handel van aandelen op een MTF. Daarnaast voorziet de richtlijn in waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht.

De reikwijdte van het voorontwerp is voor de Nederlandse context zeer beperkt. Ten eerste ziet het voorontwerp alleen op MVS-structuren die worden ingevoerd met het oogmerk om toelating van aandelen tot de handel op een MTF te verzoeken.⁴ Ten tweede vallen alleen MVS-structuren – dat wil zeggen structuren met tenminste twee afzonderlijke aandelen categorieën waarbij (ten minste) één aandelen categorie een kleiner aantal stemmen per aandeel heeft dan de andere aandelen-

¹ 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.

² Een mkb-groeimarkt is een subcategorie van een MTF.

³ Zie p. 4 van de conceptmemorie van toelichting.

⁴ Zie p. 15/16 van de conceptmemorie van toelichting.

categorie – onder het voorontwerp. Andere mechanismen om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven, zoals zogeheten loyaliteitsaandelen en structuren waarbij het verschil in stemrecht uitsluitend wordt bepaald door het verschil in nominale waarde tussen de aandelen, vallen er niet onder. In de conceptmemorie van toelichting (p. 18) wordt het volgende opgemerkt *“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”*. Eumedion onderschrijft deze verwachting. Naar onze mening zal zonder aanpassing van het voorontwerp helemaal geen gebruik worden gemaakt van de nieuwe wettelijke faciliteit. Het bestaande art. 2:118/228 BW biedt ten opzichte van het voorontwerp meer flexibiliteit om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven.

Daar komt nog bij dat het voor het bereiken van de doelen van de richtlijn van belang is dat met name ook buitenlandse beleggers kunnen en willen beleggen in Nederlandse vennootschappen met een MVS-structuur. Zoals wij in ons onlangs gepubliceerde position paper hebben geconstateerd⁵, is bij de keuze voor de inrichting van een bepaalde rechtsvorm het voor het overgrote deel van de institutionele beleggers van belang dat: 1) zij in lijn met principe 4.1 van de Code een volwaardige rol kunnen spelen in het systeem van checks and balances binnen de vennootschap en 2) de zeggenschap dat aan een aandelenpakket in een beursvennootschap is verbonden proportioneel is met de kapitaalinbreng op dat pakket (het zogenoemde one share, one vote beginsel).⁶ De richtlijn en daarmee het voorontwerp doen afbreuk aan dit voor beleggers belangrijke beginsel en het is daarmee zeer de vraag of mkb-vennootschappen er op basis van het voorontwerp daadwerkelijk in zullen slagen om meer middelen aan te trekken via een beursnotering aan een MTF.

Mede gelet hierop, heeft Eumedion er in het kader van de onderhandelingen over de richtlijn al op gewezen dat de richtlijn volgens haar niet nodig en onwenselijk is. Voor het geval de Europese wetgever wel zou doorgaan met de richtlijn heeft Eumedion destijds gepleit voor extra waarborgen voor aandeelhouders bij zowel vennootschappen die meervoudig stemrecht introduceren als bij vennootschappen die dat al hebben.⁷ Eumedion snapt dat de richtlijn moet worden geïmplementeerd. Wel is zij, gelet op de verwachting van de wetgever dat niet op grote schaal gebruik zal worden gemaakt van de nieuwe wettelijke faciliteit, er voorstander van dat het implementatietraject wordt aangegrepen om de wettelijke bescherming van aandeelhouders bij vennootschappen met een MVS-structuur en bij vennootschappen die via een ander mechanisme afwijken van het one share, one vote beginsel gelijk te trekken. Hieronder lichten wij dat nader toe.

⁵ [Position paper Herijking van het stakeholdersmodel en de rol van Nederlandse institutionele beleggers](#).

⁶ Zie in dat kader ook [bijlage 2](#) ('Uitwerking van de positie van institutionele beleggers ten aanzien van loyaliteitsaandelen/onevenredig stemrecht') van het advies d.d. 5 december 2022 van de Expertgroep Modernisering NV-recht over loyaliteitsaandelen (bijlage bij *Kamerstukken II 2022/23*, 29752, nr. 17).

⁷ [Statement proposal for a directive on multiple-vote share structures](#) en <https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Statement-multiple-vote-directive-EP.pdf?v=230928134556>.

2. Het voorontwerp leidt tot onoverzichtelijke, ondoorzichtige en ontoegankelijke regels

Uit het Nederlands vennootschapsrecht volgt dat: a) aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen zijn verbonden, voor zover bij de statuten niet anders is bepaald⁸ en b) iedere aandeelhouder zoveel stemmen uitbrengt als hij aandelen heeft indien het maatschappelijk kapitaal in aandelen van een zelfde bedrag is verdeeld.⁹ Vennootschappen kunnen (binnen de grenzen van het gelijkheidsbeginsel) op grond van het reeds bestaande art. 2:118/228 BW al van deze uitgangspunten afwijken, bijvoorbeeld door middel van zogeheten loyaliteitsaandelen en structuren waarbij het verschil in stemrecht uitsluitend wordt bepaald door het verschil in nominale waarde tussen de aandelen. Na inwerkingtreding van het voorontwerp kunnen vennootschappen die hun aandelen willen laten verhandelen op een MTF van voornoemde uitgangspunten afwijken door gebruik te maken van het voorgestelde art. 2:118b/228a BW en kiezen voor een MVS-structuur.

Het Nederlands recht voorziet – aldus de toelichting – al in verschillende waarborgen voor aandeelhouders wier rechten worden geraakt. Gedoeld wordt op het enquête-recht en het Nederlands stelsel waar op basis van open normen kan worden getoetst of een (groot)aandeelhouder misbruik heeft gemaakt van zijn extra zeggenschap.¹⁰ Daarnaast voorziet het voorgestelde art. 2:118b/228a BW in extra wettelijke waarborgen om de invloed van de aandeelhouder die meervoudig stemrecht houdt te begrenzen in de vorm van een ‘dubbele’ gekwalificeerde meerderheid voor bepaalde besluiten van de algemene vergadering. Deze extra wettelijke waarborgen gaan niet gelden voor aandeelhouders van vennootschappen die op grond van het nu al bestaande art. 2:118/228 BW via andere mechanismen aandelen met meervoudig stemrecht uitgeven. In de toelichting (p. 22) wordt erop gewezen dat het uitdrukkelijk niet is beoogd enige reflexwerking van de faciliteit uit de richtlijn uit te laten gaan op deze andere mechanismen. Het gevolg van deze aanpak is dat aandeelhouders van vennootschappen die gebruikmaken van zo’n ander mechanisme alleen beschermd zijn door de “waarborgen” die nu al in de Nederlandse wet zouden zijn opgenomen.

Eumedion plaatst hier vraagtekens bij. Net als bij een MVS-structuur, kunnen andere mechanismen om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven eveneens het risico vergroten dat controlerende aandeelhouders bepaalde voordelen van de vennootschap verkrijgen.¹¹ Het valt Eumedion op dat in de toelichting niet wordt uitgelegd waarom extra wettelijke waarborgen bij een MVS-structuur wel noodzakelijk zijn en die niet noodzakelijk zouden zijn bij vennootschappen die gebruikmaken van andere mechanismen om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven (en die in feite precies hetzelfde bewerkstelligen bij vennootschappen die naar een gereguleerde markt willen gaan of daar al aan genoteerd zijn). Eumedion ziet niet in waarom de mate van bescherming van

⁸ Art. 2:92 lid 1 en art. 2:201 lid 1 BW.

⁹ Art. 2:118 lid 2 en art. 2:228 lid 2 BW.

¹⁰ Aandeelhouders kunnen zich – aldus p. 16 van de toelichting – beroepen op het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders van art. 2:92 BW of de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.

¹¹ P. 8 van de conceptmemorie van toelichting.

aandeelhouders afhankelijk zou moeten zijn van het antwoord op de vraag of: a) een vennootschap voor het eerst verzoekt om toelating van de aandelen tot de handel op een MTF of dat deze aandelen al op een MTF of een gereguleerde markt zijn toegelaten en worden verhandeld en b) of er sprake is van een MVS-structuur of een ander mechanisme om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven. Voor (buitenlandse) beleggers die niet direct de jurisprudentie en de wettelijke beginselen van het stemrecht bij Nederlandse kapitaalvennootschappen paraat hebben, is dit erg onoverzichtelijk, ondoorzichtig en ontoegankelijk. Daarom zou op zijn minst voor alle mechanismen (dus zowel voor art. 2:118/228 BW als voor art. 2:118b/228a BW) waarmee kan worden afgeweken van het one share, one vote beginsel dezelfde wettelijke waarborgen moeten gelden. Eumedion beveelt de wetgever dringend aan om dit in het definitieve wetsvoorstel te regelen.

3. Afsluitend: een meer technische opmerking over het voorontwerp

In de toelichting (p. 26) valt te lezen dat de richtlijn niet voorschrijft hoe om dient te worden gegaan met de situatie dat een vennootschap bijvoorbeeld 'doorgroeit' en haar aandelen niet langer op een MTF, maar op een gereguleerde markt wenst te verhandelen. En dat indien een vennootschap zich (ook na een eerdere notering aan een MTF) aan een gereguleerde markt wenst te laten noteren, zij gebruik kan maken van de andere mogelijkheden die het Nederlands recht biedt om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden dan aan andere aandelen. Begrijpt Eumedion het goed dat een vennootschap met een MVS-structuur na een eerdere notering aan een MTF de statuten moet wijzigen op het moment dat zij haar aandelen aan een gereguleerde markt wenst te verhandelen? En is dan gelet op art. 2:118b/228a lid 6 BW voor het besluit tot statutenwijziging een gekwalificeerde meerderheid van ten minste twee derden van de in de algemene vergadering uitgebrachte stemmen vereist?

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Diana van Kleef (diana.vankleef@eumedion.nl, tel. 070 2040 302).

Met vriendelijke groet,



Drs. Riens Abma
Directeur Eumedion

Bezuidenhoutseweg 12
2594 AV DEN HAAG