

Reactie De Brauw Blackstone Westbroek N.V. op het voorontwerp tot 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)

1 september 2025

1 INLEIDING

1.1 De Brauw Blackstone Westbroek maakt graag gebruik van de mogelijkheid te reageren op het voorontwerp van 7 juli 2025 tot 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 ("**MTF**") verzoeken (PbEU L 2024/2810) (de "**Richtlijn**") (*Implementatiewet richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht*) (het "**Wetsvoorstel**").

1.2 Het Wetsvoorstel voorziet in:

- (a) de mogelijkheid voor bepaalde vennootschappen ("**Kwalificerende Vennootschappen**")¹ een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in de zin van het Wetsvoorstel (een "**MVS-structuur**")² in te voeren;
- (b) waarborgen ter bescherming van aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht vanwege een MVS-structuur door het stemrecht van aandeelhouders met meervoudig stemrecht vanwege een MVS-structuur in bepaalde gevallen te begrenzen; en
- (c) transparantieverplichtingen ten aanzien van MVS-structuren.

1.3 In par. 2 bespreken wij enkele aandachtspunten bij onderdelen onder (a) en (b) van het Wetsvoorstel. Waar wij in par. 2 een suggestie tot verbetering doen, werken wij die in par. 3 uit in de vorm van een tekstvoorstel.

1.4 Gelet op de bestaande mogelijkheden om regelingen rondom stemrecht bij NVs en BVs in te richten, verwachten wij overigens dat weinig Kwalificerende Vennootschappen ervoor zullen kiezen een MVS-structuur in te voeren. Ook het voorontwerp van de memorie van toelichting bij het Wetsvoorstel (de "**MvT**") spreekt de verwachting uit dat niet op grote schaal gebruik zal worden gemaakt van de regeling.³ De (zeer) beperkte relevantie heeft mogelijk een rol gespeeld bij de keuze het Wetsvoorstel niet alleen inhoudelijk (zuivere implementatie), maar ook tekstueel, zeer nauw aan te laten sluiten bij de Richtlijn. Deze keuze voor vrijwel woordelijke implementatie is ongelukkig. Het leidt tot een regeling die niet goed aansluit op het bestaande vennootschapsrecht en daarom tot

¹ In par. 2.2 gaan wij nader in op de vraag welke vennootschappen van deze mogelijkheid gebruik kunnen maken.

² Wanneer wij spreken van een MVS-structuur bedoelen wij een MVS-structuur zoals die mogelijk wordt gemaakt door het Wetsvoorstel. Andere vormen van meervoudig stemrecht vallen buiten de door ons gebruikte definitie.

³ MvT, p. 18.

onduidelijkheid en rechtsonzekerheid leidt. Niet alleen ten aanzien van de regeling zelf, maar ook ten aanzien van bestaande regelingen. Onze reactie richt zich primair op het wegnemen van deze onduidelijkheden. We roepen de wetgever op zuivere implementatie niet te verwarren met woordelijke implementatie, en aandacht te hebben voor juiste inbedding van de nieuwe regeling in het Nederlandse vennootschapsrecht.

2 BESPREKING VAN HET WETSVORSTEL

2.1 Gebruik van andere vormen van meervoudig stemrecht wordt niet geraakt

- 2.1.1 Blijkens het Wetsvoorstel en de MvT dienen onder MVS-structuren te worden verstaan, stemrechtstructuren die afwijken van de in artt. 2:118 leden 2 en 3 en 2:228 leden 2 en 3 BW opgenomen hoofdregel dat het stemrecht dat aandelen verschaffen, proportioneel is aan hun nominale waarde ("**Proportioneel Stemrecht**").
- 2.1.2 Zoals de MvT terecht opmerkt, is afwijking van Proportioneel Stemrecht nu al mogelijk. Bij de NV is dit mogelijk binnen de door art. 2:118 leden 4 en 5 BW gestelde grenzen. Dergelijke regelingen kunnen zonder bijzondere bescherming van minderheidsaandeelhouders worden ingevoerd. De BV-regeling kent niet de in de NV-regeling gestelde grenzen. Art. 2:228 lid 4 BW staat iedere afwijking van Proportioneel Stemrecht toe, zolang ieder aandeel ten minste recht geeft op het uitbrengen van één stem in de algemene vergadering.⁴ Invoering van een dergelijke regeling bij de BV vereist een unaniem besluit in een algemene vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd.
- 2.1.3 De MvT benoemt dat het Wetsvoorstel de bestaande mogelijkheden om van Proportioneel Stemrecht af te wijken onverlet laat.⁵ Wij lezen dit zo dat Kwalificerende Vennootschappen ook na inwerkingtreding van het Wetsvoorstel gebruik kunnen blijven maken van de (hiervoor genoemde) reeds bestaande mogelijkheden.
- 2.1.4 Enige verwarring kan echter ontstaan door de volgende passage in de MvT: "*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*" (onderstreping toegevoegd; in de MvT wordt op deze woorden nadruk gelegd door cursivering).⁶ Deze passage kan de gedachte doen ontstaan dat bestaande structuren enkel voor andere doeleinden beschikbaar blijven, en daarmee dan niet voor vennootschappen die de toelating

⁴ De BV-regeling biedt ook de mogelijkheid van stemrechtloze aandelen. Die mogelijkheid bespreken wij in par. 2.4.

⁵ MvT, p. 8 en p. 22.

⁶ MvT, p. 22.

tot de handel van hun aandelen op een MTF nastreven, dus enkel voor niet-Kwalificerende Vennootschappen. Dat is verwarrend, nu het Wetsvoorstel de bestaande mogelijkheden juist onverlet bedoelt te laten, ook voor Kwalificerende Vennootschappen.

2.1.5 Het uitsluiten van bestaande mogelijkheden voor Kwalificerende Vennootschappen zou overigens ook tot onaanvaardbare rechtsonzekerheid leiden; zoals wij in par. 2.2 nader bespreken is namelijk onduidelijk hoe vastgesteld zou moeten worden of een vennootschap wel, niet of niet langer een MTF-notering nastreeft, en dus of een vennootschap een Kwalificerende Vennootschap is. Wij raden aan de MvT aan te passen en te verduidelijken dat het Wetsvoorstel geen bepalingen invoert die bestaande mogelijkheden om van Proportioneel Stemrecht af te wijken beperken, ook niet ten aanzien van Kwalificerende Vennootschappen.

2.1.6 In dit kader merken we ook het volgende op. Kwalificerende Vennootschappen kunnen dus steeds kiezen tussen de bestaande faciliteiten en de nieuw geboden mogelijkheden. Het Wetsvoorstel schrijft echter niet voor dat uit de statuten moet blijken of een statutaire afwijking van Proportioneel Stemrecht een MVS-structuur is, of juist gebaseerd op bestaande mogelijkheden. Omdat de regelingen aan andere invoerings- en beschermingsregelingen onderhevig zijn, is die duidelijkheid wel gewenst. Wij raden daarom aan dat statutaire bepalingen op grond van de voorgestelde artt. 2:118b of 2:228a BW expliciet dienen te vermelden dat zij op die regelingen gebaseerd zijn.

2.2 Kwalificerende Vennootschappen – is een oogmerk om te verzoeken om toelating van de aandelen tot de handel op een MTF vereist en tot welk moment kan tot invoering van een MVS-structuur worden overgegaan?

2.2.1 Alleen vennootschappen waarvan de aandelen nog niet zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt als bedoeld in art. 1:1 Wet op het financieel toezicht of op een MTF, kunnen tot invoering van een MVS-structuur overgaan. Dit blijkt uit lid 2 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW. Het Wetsvoorstel en de MvT creëren onduidelijkheid ten aanzien van de vraag of er nog andere vereisten zijn.

2.2.2 Allereerst geeft lid 2 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW aan dat het gaat om *"het recht om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren voor de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit."* (onderstreeping toegevoegd). Heeft het woord "voor" hier een temporele betekenis, te weten "voorafgaand aan", of gaat het hier om een intentie, te weten: "ten behoeve van"? Wij menen, mede gelet de toelichting in de MvT en de Engelse tekst van de Richtlijn die spreekt van *"for"*, dat hier op het laatste gedoeld wordt. Vereist is dat de invoering plaatsvindt ten behoeve van (of "met het oogmerk op") een verzoek tot toelating tot de handel van aandelen

op een MTF. Indien het wenselijk is dat dit vereiste gehandhaafd blijft, waarover hieronder meer, raden wij aan het woord "voor" te vervangen voor een term die niet voor tweeërlei uitleg vatbaar is. Wij merken in dat kader op dat in lid 5 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW een duidelijkere formulering gehanteerd wordt: "[...] met als oogmerk om de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit te verzoeken".

2.2.3 Ervan uitgaande dat het hier om een oogmerkvereiste gaat, vragen wij ons af wanneer aan dat vereiste is voldaan. Wie bepaalt of een vennootschap op enig moment dit oogmerk heeft, of wellicht een eerder oogmerk niet langer heeft? Om wiens oogmerk gaat het, van het bestuur dat de aanvraag tot de MTF-notering zal doen of van de algemene vergadering dat het besluit tot invoering van een MVS-structuur neemt? Wat geldt indien verschillende aandeelhouders, verschillende redenen hebben om in te stemmen met het voorstel tot invoering? De MvT geeft geen duiding. Dit is echter van groot belang, omdat, afhankelijk van dit oogmerk, de geboden faciliteit wel of niet beschikbaar is en derhalve wel of juist niet ingevoerd kan worden. Wij raden aan dat de wetgever dit verduidelijkt in de MvT, dan wel, en dat heeft onze voorkeur, het "oogmerkvereiste" laat vervallen. In dat geval zouden vennootschappen tot invoering van een MVS-structuur over kunnen gaan, ongeacht of zij dat doen met het oogmerk een MTF-notering te verkrijgen. Dat zou er overigens niet toe leiden dat ook vennootschappen zonder MTF-notering een MVS-structuur kunnen toepassen. Lid 4 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW voorkomt dit.⁷ Het laten vervallen van het "oogmerkvereiste" is niet in strijd met de Richtlijn. Indien de wetgever het oogmerkvereiste wenst te handhaven zou in het Wetsvoorstel, of ten minste in de MvT, kunnen worden verduidelijkt dat aan het oogmerkvereiste geacht wordt te zijn voldaan, indien een MVS-structuur op grond van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW ingevoerd wordt.

2.2.4 Een tweede onduidelijkheid bestaat ten aanzien van het moment waarop tot invoering overgegaan kan worden. Lid 2 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW geeft niet aan tot welk moment een MVS-structuur ingevoerd kan worden. Lid 4 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW bevat een beschermingsregel die ziet op "*het geval dat de [naamloze] [besloten] vennootschap een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht invoert voorafgaand aan een verzoek om de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit*" (onderstreept toegevoegd). Op basis hiervan en de toelichtingen in de MvT begrijpen wij dat de invoering toegestaan is tót aan het verzoek om toelating. Wij raden aan dit in lid 2 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW te verduidelijken. Overigens zou het om praktische redenen de voorkeur hebben dat het relevante peilmoment het besluit tot

⁷ De MvT gaat in de toelichting bij dit lid er al vanuit dat lid 4 het risico afdekt dat "ook al gebruik van [de faciliteit] gemaakt kunnen worden buiten de situatie waarin een vennootschap toelating zoekt tot een MTF", zie MvT, p. 25.

invoering van de MVS-structuur is, zodat de relevante statutenwijziging waartoe dan tijdig besloten is ingevoerd kan worden direct voorafgaand aan de toelating tot handel op een MTF. Dit voorkomt een mogelijk ongewenste wijziging in de stemrechtverhouding tussen de invoering van de MVS-structuur en de inwerkingtreding daarvan (zie daarover ook par. 2.8). Zoals wij het lezen is het peilmoment nu het moment van de statutenwijziging.

2.3 Toepassingsbereik bij notering certificaten

- 2.3.1 De voorgestelde regelingen staan niet open voor vennootschappen waarvan de aandelen al tot de handel op een MTF of gereguleerde markt zijn toegelaten.
- 2.3.2 Dit heeft als gevolg dat een reeds bestaande notering van *certificaten van aandelen* op een gereguleerde markt of een MTF, invoering van een MVS-structuur op grond van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW niet in de weg staat. Dit betekent ook dat een vennootschap die certificaten van aandelen op een MTF wenst te noteren niet als Kwalificerende Vennootschap wordt aangemerkt. Het onderscheid tussen aandelen en certificaten van aandelen is niet gerechtvaardigd en onwenselijk, mede omdat de praktijk uitwijst dat vennootschappen er geregeld voor kiezen *certificaten van aandelen* – en niet de aandelen zelf – aan een MTF te noteren.
- 2.3.3 De voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW zouden daarom certificaten van aandelen gelijk moeten stellen aan aandelen.

2.4 Stemrechtloze aandelen en prioriteitsaandelen

- 2.4.1 Het voorgestelde art. 2:228a lid 2 BW stelt dat art. 2:228 lid 5 BW niet van toepassing is "*ten aanzien van*" een MVS-structuur. Het Wetsvoorstel lijkt hier te bepalen dat een vennootschap niet óók stemrechtloze aandelen kan kennen indien deze vennootschap een MVS-structuur kent. De Richtlijn is niet van toepassing op stemrechtloze aandelen.⁸ Wij lezen dit zo dat de Richtlijn niet beoogt de invoering van stemrechtloze aandelen mogelijk te maken. Wij lezen daarin echter niet dat stemrechtloze aandelen niet toegestaan zouden zijn bij vennootschappen die een MVS-structuur kennen.⁹ De verwijzing naar art. 2:228 lid 5 BW in de laatste zin van het voorgestelde art. 2:228a lid 2 BW zou daarom moeten vervallen. Indien de Wetgever meent dat stemrechtloze aandelen niet

⁸ Considerans Richtlijn onder (5): "Mechanismen ter vergroting van zeggenschap die stemrecht als hefboom gebruiken, maar geen structuur met aandelen met meervoudig stemrecht zijn, zoals aandelen zonder stemrecht en aandelen met een vetorecht bij bepaalde beslissingen, moeten buiten het toepassingsgebied van deze richtlijn vallen".

⁹ Considerans (5) bij de Richtlijn geeft aan dat structuren met aandelen met een vetorecht bij bepaalde beslissingen buiten het toepassingsgebied van de Richtlijn vallen. Hiervoor geldt hetzelfde. Zou dat niet zou zijn, dan zou dat betekenen dat een vennootschap met een MVS-structuur op grond van het voorgestelde artt. 2:118b of 2:228a BW niet kan voorzien in vetorechten voor bepaalde aandelen (van een bepaalde soort of aanduiding).

passen in een MVS-structuur, dan zouden wij in ieder geval aanraden in de MvT verduidelijken dat prioriteitsaandelen met een "vetorecht" (goedkeuringsrecht) wél binnen een MVS-structuur passen.¹⁰

2.5 Soort en aanduiding

2.5.1 Het kapitaal van een BV kan behalve uit aandelen van bepaalde *soort*, ook bestaan uit aandelen van een bepaalde *aanduiding*. Het voorgestelde art. 2:228a BW verwijst enkel naar aandelen van een bepaalde soort. Het zou bij de structuur van het Nederlands vennootschapsrecht aansluiten als daarin ook naar aandelen van een bepaalde aanduiding verwezen wordt. Wij menen dat de Richtlijn die mogelijkheid niet uitsluit.

2.5.2 Artt. 2:118 leden 4 en 5 en 2:228 lid 4 BW schrijven overigens niet voor dat een afwijking van Proportioneel Stemrecht enkel op basis van soort, of in geval van een BV soort of aanduiding, kan geschieden. Afwijking op andere gronden is ook mogelijk.¹¹ Wij begrijpen het Wetsvoorstel zo dat MVS-structuren niet dezelfde flexibiliteit kennen en enkel differentiatie per soort (of bij een BV, na de door ons hiervoor voorgestelde aanpassing van het Wetsvoorstel, soort of aanduiding) mogelijk is. Wij kunnen ons, gelet op de tekst van de Richtlijn, in deze keuze vinden.

2.6 Differentiatie voor verschillende besluiten van de algemene vergadering

2.6.1 Artt. 2:118 leden 4 en 5 en 2:228 lid 4 BW maken het niet mogelijk in een regeling te voorzien waarin het aantal stemmen per aandeel verschilt afhankelijk van het in de algemene vergadering in stemming gebrachte voorstel. Art. 2:228 lid 4 BW vermeldt dit expliciet en voor de NV moet worden aangenomen dat hetzelfde geldt.¹²

2.6.2 Het Wetsvoorstel bevat deze beperking niet expliciet, ook niet bij de BV. De MvT noemt de beperking op grond art. 2:228 lid 4 BW wel. De MvT stelt vervolgens: *"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"*.¹³ Uit de MvT leiden wij af dat met het buiten toepassing verklaren van art. 2:228 lid 4 BW niet beoogd is dat een MVS-

¹⁰ We verwijzen in dit kader naar de opmerkingen ten aanzien van dergelijke aandelen op p. 6 MvT.

¹¹ J.D.M. Schoonbrood en T.J.C. Klein Bronsvort, Stemrechten, meerderheden en quorums in de algemene vergadering (I), WPNR 2017(7167), p. 805.

¹² Idem, p. 806-807.

¹³ MvT, p. 23.

structuur wél kan voorzien in differentiatie van het stemrecht afhankelijk van het door de algemene vergadering te nemen besluit.

- 2.6.3 Gelet op de complexiteiten die resulteren uit de mogelijkheid tot differentiatie voor verschillende besluiten van de algemene vergadering, die in de MvT ook benoemd worden,¹⁴ is het raadzaam – en voor de BV tevens consistent – om in het Wetsvoorstel expliciet op te nemen dat differentiatie per type besluit niet mogelijk is.
- 2.6.4 De verwijzing naar lid 7 in de geciteerde passage van de MvT is overigens niet juist; lid 7 voorziet immers niet in een dergelijke differentiatie maar enkel in versterkte (dubbele) meerderheidsvereisten voor bepaalde besluiten.¹⁵

2.7 Statutaire basis

- 2.7.1 Een afwijkende stemrechtregeling op basis van het huidige recht moet in de statuten opgenomen worden. Uit de MvT leiden wij af dat ook een MVS-structuur in de statuten moet worden opgenomen.¹⁶
- 2.7.2 Het is raadzaam en consistent om dit vereiste ook in de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW tot uitdrukking te laten komen.

2.8 'Opschorting' van rechten tussen invoering en notering aan een MTF

- 2.8.1 Lid 4 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW bepaalt dat de uitoefening van de aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkte stemrechten afhankelijk is van de toelating van de aandelen tot een MTF. De 'versterkte stemrechten' worden als het ware op grond van de wet opgeschort.
- 2.8.2 Wij vroegen ons af wat het gevolg is van deze 'opschorting'. Wordt gedurende de opschorting teruggevallen op de hoofdregel van het Proportioneel Stemrecht, waardoor aandelen van verschillende nominale waarde alsnog een ander aantal stemmen per aandeel kunnen verschaffen? Dit lijkt te blijken uit de MvT, die aangeeft: "*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.*"¹⁷ (onderstreping toegevoegd). Wij nemen aan dat "*gebruikelijke evenredige stemrecht*" verwijst naar stemrecht volgens de hoofdregels van artt. 2:118 leden 2 en 3 en 2:228 leden 2 en 3 BW. Dit zou betekenen dat eventuele aandelen van verschillende nominale waarden tijdens de periode van 'opschorting' desalniettemin een

¹⁴ MvT, p. 29.

¹⁵ De MvT benadrukt deze aard van lid 7 ook; MvT, p. 29.

¹⁶ MvT, p. 17.

¹⁷ MvT, p. 25.

ongelijk aantal stemrechten per aandeel kunnen verschaffen (in verhouding tot hun nominale waarde).

2.8.3 Dit lijkt ons de uitleg die het beste bij de systematiek van Boek 2 BW past. Wij merken echter op dat de considerans bij de Richtlijn aangeeft dat de opschorting ertoe leidt dat "*aandelen met meervoudig stemrecht beschikken over dezelfde stemrechten als andere aandelen categorieën van de onderneming.*"¹⁸ Dat suggereert dat de opschorting ertoe leidt dat ieder aandeel (anders dan stemrechtloze aandelen) ongeacht de nominale waarde één stem verschaft. Moeten wij uit de MvT opmaken dat de wetgever meent dat een andere uitleg ook mogelijk is? Wij zouden dat verwelkomen en in dat geval zou het wenselijk zijn dat in de MvT te benoemen, eventueel met een voorbeeld waarbij de nominale waarde van aandelen verschilt. Dit is des te belangrijker indien het inderdaad vereist is de statutenwijziging voorafgaand aan het verzoek om toelating tot de notering te effectueren. Het zou onwenselijk zijn als in de tussentijd een stemrechtverdeling moet gelden die zowel afwijkt van de hoofdregel van Proportioneel Stemrecht én afwijkt van wat na de toelating tot de notering zal gelden.

2.8.4 Het voorgestelde lid 4 verwijst naar *versterkte* stemrechten. Indien de regeling echter zo werkt als in de MvT toegelicht, dan kan deze ook tot gevolg hebben dat *verminderde* stemrechten toenemen. We schetsen een voorbeeld: er zijn twee klassen aandelen (klasse A en klasse B), van onderscheidenlijk 1 euro (klasse A) en 4 euro (klasse B) nominale waarde. De ingevoerde MVS-structuur regeling bepaalt dat ieder aandeel A 2 stemmen verschaft, en ieder aandeel B 3 stemmen verschaft. Door de opschorting verschaft ieder aandeel A echter 1 stem (één minder dan de statutaire bepaling) en ieder aandeel B 4 stemmen (één meer dan in de statutaire bepaling). Er is dan niet sprake van een aantasting van *versterkte* stemrechten, maar juist een versterking van *verminderde* stemrechten. Wij zouden daarom aanraden lid 4 zo aan te passen dat duidelijk is dat de hoofdregel Proportioneel Stemrecht geldt tijdens de periode van 'opschorting'.

2.9 Operationele besluiten

2.9.1 Lid 7 van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW beschermt houders van aandelen binnen een MVS-structuur tegen te grote zeggenschap van aandeelhouders met meervoudig stemrecht.¹⁹ De bescherming is erin gelegen dat bepaalde besluiten waarvoor de wet een versterkte meerderheid voorschrijft, niet enkel dienen te worden genomen met die versterkte meerderheid van

¹⁸ Considerans (12) Richtlijn.

¹⁹ Volgens de MvT beschermt de regeling houders zonder meervoudig stemrecht. De regeling beschermt echter ook houders van beperkt meervoudig stemrecht, bijvoorbeeld twee stemmen per aandeel tegen houders van aandelen met bijvoorbeeld vier stemmen per aandeel.

stemmen, maar ook met de meerderheid van dan wel (i) het vertegenwoordigde aandelenkapitaal óf (ii) de meerderheid van de vertegenwoordigde aandelen.

- 2.9.2 De regel geldt echter niet voor (i) benoemings- en ontslagbesluiten van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de vennootschap en (ii) operationele besluiten van die organen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd.
- 2.9.3 'Operationele besluiten' is niet een al bestaand wettelijk begrip. Het roept daarom de vraag op welke besluiten hieronder vallen. De MvT geeft summier aan dat *"in de formulering van lid 7 echter dichtbij de letterlijke tekst van de richtlijn [is] gebleven om ruimte te bieden voor mogelijke toekomstige ontwikkelingen"*.²⁰ De rechtszekerheid is er echter mee gediend dat duidelijk is welke besluiten hieronder vallen, en daarmee welke stemvereisten ten aanzien van dergelijke besluiten gelden. Het risico van onduidelijkheid over de vraag of een besluit geldig genomen is, is anders aanwezig.
- 2.9.4 Wij menen dat hiermee in ieder geval bedoeld wordt op besluiten die worden genomen door het bestuur of de raad van commissarissen en die goedkeuring van de algemene vergadering behoeven. Een dergelijk besluit waarvoor de wet bovendien een wettelijk versterkte meerderheid voorschrijft is bijvoorbeeld art. 2:98c lid 2 BW. Wij durven niet te zeggen of gevallen waarin de bevoegdheid van het bestuur of de raad van commissarissen niet op een goedkeuring door de algemene vergadering, maar op een machtiging of aanwijzing door de algemene vergadering, gebaseerd is, – zoals art. 2:96a lid 1 BW (uitsluiting of beperking voorkeursrecht) – hier ook onder vallen. We raden aan de MvT op dit punt te verduidelijken.

2.10 Gehanteerde terminologie

- 2.10.1 De in het Wetsvoorstel gebruikte terminologie is veelal zonder aanpassing uit de Richtlijn overgenomen, maar verhoudt zich niet goed met het huidige wettelijk systeem. Hierdoor ontstaan onnodige afwijkingen en in bepaalde gevallen ook onduidelijkheid. We geven enkele voorbeelden:
- *"aandeel dat toebehoort aan een specifieke en afzonderlijke soort"*: de in Boek 2 corresponderende term is "aandelen van een bepaalde soort". Zie tevens onze opmerkingen in par. 2.5 met betrekking tot aandelen van een bepaalde aanduiding;
 - *"aandelenstructuur"*: de in Boek 2 gebruikelijke term is "kapitaal";

²⁰ MvT p. 29.

- "gekwalficeerde meerderheid"; de in Boek 2 gebruikelijke term is "versterkte meerderheid";
- "leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichhoudende organen": De in Boek 2 gebruikelijke termen zijn "bestuurders" en "commissarissen".

2.10.2 Tevens kan in de voorgestelde wettekst in opzet beter aansluiting gezocht worden bij bepaalde artikelen van Boek 2 BW. Denk daarbij aan het vereiste van een goedkeurend besluit van houders van een bepaalde soort of aanduiding, waarin art. 2:231 lid 4 BW al voorziet. Het is wenselijk dat waar de wetgever hetzelfde bedoelt, hij hetzelfde zegt.²¹

3 SUGGESTIES TER VERBETERING

3.1.1 Wij doen graag enkele suggesties ter verbetering van de voorgestelde artt. 2:118b en 2:228a BW. Deze suggesties bouwen vanzelfsprekend voort op par. 2. Wij hebben hierbij het beginsel van zuivere implementatie zoveel mogelijk in stand gehouden.

3.2 Art. 2:118b BW

(a) Lid 1 (definities)

3.2.1 Lid 1 kan beter aansluiten bij de bestaande wijze van formulering elders in Boek 2 BW (zie par. 2.10).

1. Voor de toepassing van dit artikel wordt verstaan onder:

- aandeel met meervoudig stemrecht: het aandeel ~~dat behoort tot~~ van een ~~specifieke en afzonderlijke~~ bepaalde soort ~~aandelen~~ waaraan in de algemene vergadering meer stemmen per aandeel zijn verbonden dan aan een ~~ander soort aandelen met stemrecht ten aanzien van kwesties waarover in de algemene vergadering moet worden beslist~~ aandeel van een andere bepaalde soort,
- structuur met aandelen met meervoudig stemrecht: de ~~aandelenstructuur~~ kapitaalstructuur van een naamloze vennootschap die ten minste één soort aandelen met meervoudig stemrecht bevat,
- gereguleerde markt: een gereguleerde markt zoals gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht,
- multilaterale handelsfaciliteit: een multilaterale handelsfaciliteit zoals gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht.

²¹ Juristen die aan de Oudemanhuispoort van de Universiteit van Amsterdam hebben gestudeerd, zullen de tekst die boven de 'Poort' prijkt, herkennen: "Wie hetzelfde anders zegt, zegt iets anders". Toekomstig juristen moeten zich anders, vrezen wij, bij het toepassen van de regeling teveel laten leiden door de tekst op de gevel van de binnenkort te openen prachtige nieuwe bibliotheek van de Universiteit van Amsterdam: "Lees maar, er staat niet wat er staat".

(b) Lid 2 (recht tot invoering MVS-structuur)

- 3.2.2 In lid 2 dient rekening gehouden te worden met certificaten van aandelen (zie par. 2.3). Tevens kan verduidelijkt worden dat een MVS-structuur bij de statuten ingevoerd dient te worden (zie par. 2.7).
- 3.2.3 De zinsnede "voor de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit" dient naar wij aannemen te luiden "voorafgaand aan een verzoek om toelating tot de handel van haar aandelen of certificaten van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit" (zie par. 2.2). Overigens geven wij ter suggestie mee dit "oogmerkvereiste" geheel te laten vervallen (zie tevens par. 2.2).
- 3.2.4 Tevens is raadzaam te verduidelijken dat een afwijkende stemregeling voor alle besluiten van de algemene vergadering geldt (zie par. 2.6). Voorts wordt in de door ons voorgestelde tekst verduidelijkt dat de structuur in de statuten wordt opgenomen en daarbij dient te worden vermeldt dat het een op art. 2:118b BW gebaseerde statutaire bepaling betreft (zie par. 2.1).

2. De naamloze vennootschap waarvan ~~de~~geen aandelen ~~nog niet of certificaten van aandelen~~ tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten, heeft, ~~in afwijking van de leden 2 en 3 van artikel 118, het recht om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren voor indien met als oogmerk om~~ de toelating tot de handel van haar aandelen of certificaten van aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit te verzoeken. ~~De, het recht om, voorafgaand aan een dergelijk verzoek, in afwijking van leden 2 en 3 van artikel 118 bij de statuten een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren waarop leden 4 en 5 van artikel 118 zijn niet van toepassing ten aanzien van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht als bedoeld in dit artikel zijn. Een dergelijke statutaire regeling dient te verwijzen naar dit artikel 118b en geldt voor alle besluiten van de algemene vergadering.~~

(c) Lid 3 (vereisten besluit tot invoering MVS-structuur)

- 3.2.5 De formulering van dit lid kan beter aansluiten bij andere, bestaande, regelingen in Boek 2 BW (zie par. 2.10).²²
3. Voor een besluit van de algemene vergadering tot invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht, als bedoeld in lid 2, is een meerderheid van ten minste twee derden van de ~~in de algemene vergadering~~ uitgebrachte stemmen vereist. Zijn er ~~verschillende soorten aandelen, dan is voor een besluit om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren~~ aandelen van een bepaalde soort, dan is tevens een

²² Vergelijk onder meer art. 2:231 lid 4 BW.

voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort aan wier rechten afbreuk wordt gedaan.

(d) Lid 4 ('opschorting' extra stemrechten)

- 3.2.6 In dit lid dient verduidelijkt te worden dat het enkel ziet op structuren met aandelen met meervoudig stemrecht als bedoeld in lid 2. Zonder deze toevoeging zou dit lid onbedoeld ook andere structuren raken waarin onderscheidenlijke aandelen verschillend stemrecht hebben, zoals op grond van een verschil in nominale waarde of art. 2:118 leden 4 en 5 BW. Tevens dient rekening gehouden te worden met de notering van certificaten van aandelen (zie par. 2.3). Wij raden af te spreken over "toelating van de aandelen", omdat het mogelijk is dat niet alle aandelen van een vennootschap tot de handel op een MTF worden toegelaten.
- 3.2.7 De zinsnede "*voorafgaand aan een verzoek om de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit*" is overbodig wanneer in lid 2 wordt verduidelijkt dat een MVS-structuur enkel tot het moment van het verzoek tot toelating een ingevoerd kan worden (zie suggesties t.a.v. lid 2, hierboven) (zie par. 2.2).
- 3.2.8 Het is raadzaam om, indien het bedoeld is dat tijdens de opschorting de hoofdregel van Proportioneel Stemrecht geldt, expliciet te verwijzen naar artikel 118 leden 2 en 3 (zie par. 2.8).
- 3.2.9 Overigens kunnen wij ons ook voorstellen dat de wetgever lid 4 geheel laat vervallen, en daarvoor in de plaats aan lid 2 toevoegt: "*Een dergelijke statutaire regeling vindt geen toepassing zolang aandelen van de vennootschap niet toegelaten zijn tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit.*"²³

4. *In het geval dat de naamloze vennootschap een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht als bedoeld in lid 2 invoert ~~voorafgaand aan een verzoek om de toelating tot de handel van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit, zijn de leden 2 en 3 van artikel 118 van toepassing tot aan~~ is de uitoefening van de ~~aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkte stemrechten afhankelijk van~~ de toelating van ~~de~~ aandelen of certificaten van aandelen van de naamloze vennootschap tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit.*

(e) Lid 5 (wijziging bestaande regeling meervoudig stemrecht)

²³ Door die toevoeging aan lid 2, zou duidelijk zijn dat de hoofdregel van Proportioneel Stemrecht en de eventueel onder art. 2:118 of 2:228 toegestane afwijkingen blijven gelden tot aan de toelating tot de handel aan een MTF. De toevoeging zou ook verduidelijken dat een MVS-structuur (op grond van de voorgestelde regeling) niet langer werking heeft wanneer een vennootschap haar MTF-notering verliest, hetgeen in het Wetsvoorstel niet bepaald is.

3.2.10 De MvT geeft aan dat lid 5 overbodig is.²⁴ Die visie delen wij. Blijkbaar bestaat de wens om de opzet van de Richtlijn toch te volgen, en in een apart lid te voorzien om te onderstrepen dat leden 2 tot en met 4 ook van toepassing zijn op de wijziging van een bestaande – niet op het voorgestelde art. 2:118b BW gebaseerde – structuur met aandelen met meervoudig stemrecht naar een MVS-structuur op grond van het Wetsvoorstel.

3.2.11 Het voorgestelde lid 5 leest echter ongelukkig, en uit de tekst blijkt niet dat het ziet op de situatie als hiervoor aangegeven. Daarvoor moet nu naar de MvT gekeken worden. Wij zouden daarom aanraden dit lid te vervangen door de volgende bepaling:

5. Voor de toepassing van leden 2 tot en met 4 wordt onder invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht tevens begrepen het wijzigen van een bestaande niet op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in een op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht.

(f) *Lid 6 (wijziging MVS-structuur)*

3.2.12 Verduidelijkt moet worden dat het gaat om een structuur die is *gebaseerd* op het voorgestelde art. 2:118b BW, en niet zozeer een structuur die is *ingevoerd*. Immers maakt het voorgestelde artikel zelf onderscheid tussen enerzijds invoering (lid 2) en anderzijds wijziging van een bestaande, niet op het voorgestelde art. 2:118b BW gebaseerde, meervoudig stemrechtregeling (lid 5). Door enkel naar invoering te verwijzen, ontstaat verwarring.

3.2.13 Tevens kan beter aangesloten worden bij de formulering in bestaande wettelijke bepalingen, wanneer het gaat om een goedkeurend besluit van houders van aandelen van een bepaalde soort.²⁵ Wij hebben hieronder "*op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen*" laten staan, hoewel dit echter een onnodige kwalificatie lijkt nu het hier hoe dan ook gaat om besluiten tot wijziging van de MVS-structuur. Zo'n wijziging lijkt per definitie invloed te hebben op de stemrechten. Wij zien wel dat niet elke wijziging die van invloed is op de stemrechten van aandelen ook een wijziging van een MVS-structuur impliceert. Prioriteitsaandelen (en bij de BV tevens stemrechtloze aandelen) vallen in onze lezing buiten de MVS-structuur, en de introductie van dit soort aandelen, of de wijziging van de aan deze aandelen verbonden rechten, valt in onze lezing dus buiten het toepassingsbereik van dit artikel. Indien de wetgever dit anders ziet, raden wij aan dit ten minste in de MvT te verduidelijken.

6. ~~Voor een~~Een besluit tot wijziging van een op ~~grond van~~ dit artikel ~~door de naamloze vennootschap ingevoerde~~gebaseerde structuur

²⁴ MvT, p. 26-27.

²⁵ Vergelijk art. 2:231 lid 4 BW.

met aandelen met meervoudig stemrecht op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen, is vereist een meerderheid van ten minste twee derden van de ~~in de algemene vergadering~~ uitgebrachte stemmen ~~vereist. Tevens is. Zijn er aandelen van een bepaalde soort, dan is tevens~~ een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort aan wier rechten afbreuk wordt gedaan.

(g) Lid 7 (besluiten met versterkte meerderheid)

3.2.14 Lid 7 maakt nu onbedoeld niet duidelijk dat het enkel toepassing vindt op vennootschappen met een MVS-structuur. Wij raden aan dit te verduidelijken om te voorkomen dat toepassing zich uitstrekt tot bestaande stemrechtregelingen op grond van art. 2:118 BW.

3.2.15 Verder raden wij aan de formulering van dit lid nauwer te laten aansluiten bij bestaande formuleringen in Boek 2 BW (zie par. 2.10). Tevens zouden we ten behoeve van de leesbaarheid adviseren de uitzondering apart te benoemen.

7. ~~Besluiten Ingeval van een op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht kunnen besluiten~~ van de algemene vergadering ~~die genomen worden met een wettelijk vereiste gekwalificeerde meerderheid, met uitzondering van benoemings- en ontslagbesluiten van leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de naamloze vennootschap en met uitzondering van operationele besluiten van die organen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd, worden door de algemene vergadering~~ waarvoor de wet bepaalt dat deze een versterkte meerderheid vereisen slechts worden genomen met de wettelijk voorgeschreven meerderheid van zowel de uitgebrachte stemmen als van hetzij het op de algemene vergadering vertegenwoordigde ~~aandelenkapitaal~~ kapitaal, hetzij het aantal ~~op de~~ algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. Het in de vorige zin bepaalde vindt geen toepassing op besluiten tot benoeming of ontslag van bestuurders en commissarissen of op operationele besluiten van het bestuur of de raad van commissarissen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd.

3.3 Art. 2:228a BW

In het voorgestelde art. 2:228a BW zouden overeenkomstige aanpassingen moeten worden doorgevoerd, met enkele aanvullende aanpassingen met het oog op (i) aandelen van een bepaalde aanduiding (zie par. 2.4) en (ii) stemrechtloze aandelen (zie par. 2.4). Ten behoeve van de leesbaarheid tonen we hieronder de wijzigingen ten opzichte van het voorgestelde art. 2:118b BW, inclusief de suggesties die wij hierboven deden:

1. Voor de toepassing van dit artikel wordt verstaan onder:
 - a. aandeel met meervoudig stemrecht: het aandeel van een bepaalde soort [of aanduiding](#) waaraan in de algemene vergadering meer stemmen per aandeel zijn verbonden dan aan een aandeel van een andere bepaalde soort [of aanduiding waaraan stemrecht is verbonden in de algemene vergadering](#),
 - b. structuur met aandelen met meervoudig stemrecht: de kapitaalstructuur van een naamloze vennootschap die ten minste één soort aandelen met meervoudig stemrecht bevat,
 - c. gereguleerde markt: een gereguleerde markt zoals gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht,
 - d. multilaterale handelsfaciliteit: een multilaterale handelsfaciliteit zoals gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht.
2. De ~~naamloze~~[besloten](#) vennootschap waarvan geen aandelen of certificaten van aandelen tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten, heeft, indien met als oogmerk om de toelating tot de handel van haar aandelen of certificaten van haar aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit te verzoeken, het recht om, voorafgaand aan een dergelijk verzoek, in afwijking van leden 2 en 3 van artikel ~~118~~[228](#) bij de statuten een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren waarop ~~leden~~[lid 4 en 5](#) van artikel ~~118~~[zijn 228](#) niet van toepassing ~~zijn~~[is](#). Een dergelijke statutaire regeling dient te verwijzen naar dit artikel ~~118b~~[228a](#) en geldt voor alle besluiten van de algemene vergadering.
3. Voor een besluit van de algemene vergadering tot invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht, als bedoeld in lid 2, is een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen vereist. Zijn er aandelen van een bepaalde soort [of aanduiding](#), dan is tevens een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort [of aanduiding](#) aan wier rechten afbreuk wordt gedaan.
4. In het geval dat de ~~naamloze~~[besloten](#) vennootschap een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht als bedoeld in lid 2 invoert, zijn de leden 2 en 3 van artikel ~~118~~[228](#) van toepassing tot aan de toelating van aandelen of certificaten van aandelen van de ~~naamloze~~[besloten](#) vennootschap tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit.
5. Voor de toepassing van leden 2 tot en met 4 wordt onder invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht tevens begrepen het wijzigen van een bestaande niet op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in een op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht.
6. Een besluit tot wijziging van een op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht op een manier die van invloed is op de stemrechten van aandelen, vereist een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen. Zijn er aandelen van een bepaalde soort [of aanduiding](#), dan is tevens een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit vereist van elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort [of aanduiding](#) aan wier rechten afbreuk wordt gedaan.

7. Ingeval van een op dit artikel gebaseerde structuur met aandelen met meervoudig stemrecht kunnen besluiten van de algemene vergadering waarvoor de wet bepaalt dat deze een versterkte meerderheid vereisen slechts worden genomen met de wettelijk voorgeschreven meerderheid van zowel de uitgebrachte stemmen als van hetzij het op de algemene vergadering vertegenwoordigde kapitaal, hetzij het aantal ter algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. Het in de vorige zin bepaalde vindt geen toepassing op besluiten tot benoeming of ontslag van bestuurders en commissarissen of op operationele besluiten van het bestuur of de raad van commissarissen die ter goedkeuring aan de algemene vergadering worden voorgelegd.

4 CONTACTGEGEVENS

Tijmen Klein Bronsvoord

E: tijmen.kleinbronsvoort@debrauw.com

T: +31 20 577 1357

Casper Nagtegaal

E: casper.nagtegaal@debrauw.com

T: +31 20 577 1075

* * *