

GECOMBINEERDE COMMISSIE VENNOOTSCHAPSRECHT
van de
Nederlandse orde van advocaten (NOvA)
en de
Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB)

Advies inzake het concept van het

Wetsvoorstel 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), bestaande uit een voorstel van wet (**Wetsvoorstel**) en memorie van toelichting (**MvT**).

1. Inleiding

- 1.1. De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de NOvA en de KNB (**GCV**) heeft kennisgenomen van de consultatie over het Wetsvoorstel en de MvT en biedt in dat kader dit advies aan.
- 1.2. Het Wetsvoorstel implementeert 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) (**Richtlijn**).
- 1.3. Conform de MvT worden de volgende definities gebruikt:
 - (a) **MTF**: *multilateral trading facility*
 - (b) **MVS-structuur**: een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht
- 1.4. Deze reactie beperkt zich tot het deel van het Wetsvoorstel dat wijzigingen in Boek 2 BW bevat. De wijzigingen in de Wet op het financieel toezicht in het Wetsvoorstel blijven in deze reactie buiten beschouwing.
- 1.5. Opvallend is dat de Nederlandse vertaling van de Richtlijn op een aantal punten niet erg gelukkig is:
 - Het begrip “*company*” in artikel 2(1) Richtlijn wordt vertaald met “*onderneming*”, waar “*vennootschap*” naar de mening van de GCV zuiverder was geweest.
 - Het begrip “*class of shares*” wordt in de MvT enigszins ongelukkig vertaald met “*aandelen categorie*”, waar “*soort aandeel*” naar de mening van de GCV zuiverder was geweest. De benadering in de MvT dat in de definitiebepaling van artikel 2:118b/228a BW bij de vertaling van “*aandelen categorie*” aansluiting is gezocht bij soort aandelen waar de N.V. en B.V. mee bekend zijn,¹ doet in dit licht wat gekunsteld aan.

In de reactie komen nog enkele andere voorbeelden aan de orde.

¹ P. 22 MvT. Zie ook voetnoot 78 MvT.

2. Wijze van implementatie van de Richtlijn

- 2.1. Terecht geeft de MvT aan dat Nederland reeds bekend is met mechanismen waarmee aan bepaalde aandelen meer stemrecht kan worden toegekend. Het gekozen uitgangspunt om de MVS-structuur in de zin van de Richtlijn de vorm te geven van een “afgebakende faciliteit”, zonder dat enige reflexwerking is beoogd (en waarbij bestaande mogelijkheden onverlet worden gelaten),² acht de GCV een goede benadering. Dit geldt meer in zijn algemeenheid voor de keuze om alleen het - in de woorden van de MvT - ‘absoluut noodzakelijke’ te implementeren.³
- 2.2. De verwachting van de minister is dat gelet op de mogelijkheden die in het Nederlandse recht bestaan en reeds worden benut om een mechanisme met meervoudig stemrecht te creëren, niet op grote schaal gebruik zal worden gemaakt van deze nieuwe wettelijke faciliteit. De GCV deelt die verwachting. Een evident voordeel van de nieuwe faciliteit boven de bestaande mogelijkheden ziet de GCV niet,⁴ terwijl de beperking tot het gebruik voor toelating aan een MTF als nadeel gezien kan worden. Er is overigens conform de lidstaatoptie die de Richtlijn hier biedt, bewust gekozen voor deze beperking.⁵
- 2.3. Gekozen is voor implementatie voor de N.V. en de B.V. Dat sluit aan bij de Richtlijn die voor de definitie van “company” verwijst naar Bijlage II bij Richtlijn (EU) 2017/1132, die voor Nederland alleen de naamloze vennootschap en de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid noemt. Vraag is of niet ook de SE voor een MVS-structuur zou moeten kunnen kiezen, op basis van artikel 9 lid 1(c) van de SE Verordening. Het zou goed zijn als de MvT hierop zou ingaan, ook al lijkt het praktische belang wellicht zeer beperkt.

3. Observaties Wetsvoorstel

Artikel 2:118b/228b lid 2 BW

- 3.1. In het verlengde van de gekozen ‘minimum-implementatie’ wordt het gebruik van een MVS-structuur niet breder toegestaan dan “voor de toelating van de aandelen in haar kapitaal” (op een MTF). Het begrip “voor” kan hier gelezen worden als een afbakening in de tijd, terwijl een oogmerk bedoeld zal zijn. Ter verduidelijking zou de GCV pleiten voor vervanging van “voor” door “met het oog op”.⁶
- 3.2. Beoogd is het gebruik van MVS-structuren niet breder toe te staan dan op grond van de Richtlijn wordt vereist, en dit komt tot uitdrukking in de koppeling aan de toelating tot notering aan een MTF als genoemd in paragraaf 3.1.⁷ Vraag is wat er gebeurt indien eerst een MVS-structuur is geïntroduceerd met het oog op toelating tot notering aan een MTF en vervolgens op een later moment die toelating wordt beëindigd. De Richtlijn geeft geen uitsluitsel. De MvT lijkt op basis van een ‘doorgroei’ casus uit te gaan van een koppeling aan de duur van de toelating,⁸ maar de GCV zou de voorkeur geven aan duidelijkheid op dit punt, door uit het

² P. 22 MvT.

³ P. 14 MvT.

⁴ De beperkingen van meervoudig stemrecht die voor de N.V. zijn opgenomen in artikel 2:118 leden 4 en 5 BW gelden niet indien gebruik wordt gemaakt van een MVS-structuur, maar in de praktijk vormen deze beperkingen toch al geen obstakel voor de gangbare vormen van meervoudig stemrecht (verschillen in nominale waarde en ‘extra’ loyaliteitsaandelen).

⁵ P. 37 MvT.

⁶ De terminologie “voor de toelating” is consistent met de Nederlandse versie van artikel 3(1) van de Richtlijn, maar lijkt een ongelukkige vertaling van de term “for the admission” in de Engelse versie. Verwezen wordt naar paragraaf 1.5.

⁷ P. 25 MvT.

⁸ P. 26 MvT.

oogpunt van ‘minimale implementatie’ uitdrukkelijk te voorzien in lid 2 dat de uitoefening van het meervoudig stemrecht alleen is toegestaan indien en voor zolang de toelating tot de notering een feit is. Dat acht de GCV ook goed verenigbaar met de Richtlijn.

- 3.3. De GCV vraagt aandacht voor de kenbaarheid van de stemverhoudingen jegens aandeelhouders en derden. Gesteld kan uiteraard worden dat de toelating tot notering aan een MTF naar zijn aard openbaar is, en dat ook publicatie wordt voorgeschreven door het nieuwe sub (g) van artikel 2:392 BW en de nieuwe artikelen 4:91g en 4:91h Wft, maar de GCV zou er voor pleiten dat de stemverhouding eenvoudig kenbaar is via raadpleging van het handelsregister.⁹ Dat kan worden bereikt door een toevoeging aan het Handelsregisterbesluit van een regeling die erop neerkomt dat aan het handelsregister moet worden opgegeven wanneer uitoefening van meervoudig stemrecht vanwege dit lid 2 niet is toegestaan. Kenbaarheid kan ook van belang zijn voor toepassing van artikel 2:24a BW.¹⁰ Indachtig het uitgangspunt om de Richtlijn zo minimaal mogelijk te implementeren en het vermoedelijk beperkte gebruik van deze regeling, zou een dergelijke opgave dan eenvoudigweg kunnen worden gedaan door deponering van een document waarin dit wordt opgegeven. Een dergelijke wijze van opgave aan het handelsregister zou geen of slechts een zeer minimale aanpassing van de digitale infrastructuur van de Kamer van Koophandel vereisen.
- 3.4. Het Wetsvoorstel noemt de introductie van een MVS-structuur een “*recht dat de vennootschap heeft*”. Meer consistent met andere regelingen in Boek 2 BW zou een gebruik van “*mag*” of “*kan*” zijn. Het gebruik van “*recht*” wekt de indruk dat dit jegens een of meer personen kan worden uitgeoefend, terwijl een mogelijkheid van (statutaire) vormgeving is bedoeld.¹¹

Artikel 2:118b/228b lid 3 BW

- 3.5. Indien reeds sprake is van verschillende soorten aandelen, is voor een besluit tot invoering van een MVS-structuur een goedkeurend besluit vereist van elk groep van houders van aandelen van eenzelfde soort “*aan wier rechten afbreuk wordt gedaan*”. Deze formulering is blijkens de MvT gekozen omwille van consistentie met andere bepalingen in het BW.¹² De GCV heeft begrip voor de in de MvT gepresenteerde argumentatie, maar meent dat met de voorgestelde formulering het evidente doel (waarschijnlijk) niet wordt bereikt. Indien het totaal aantal stemmen dat in een algemene vergadering kan worden uitgebracht, toeneemt, dan doet dat geen *afbreuk* aan het stemrecht van individuele aandeelhouders; er is slechts sprake van verwatering (het aantal stemmen van de individuele aandeelhouder vertegenwoordigt na verwatering een kleiner percentage van het totaal aantal stemmen dat kan worden uitgebracht).
- 3.6. Wat de GCV betreft kan worden gesteld dat de introductie van een meervoudig stemrecht voor een bepaalde soort aandelen, per definitie de rechten van alle andere soorten raakt en zou dus pleiten voor een vereiste van goedkeuring van “*elke groep van houders van aandelen van eenzelfde soort waaraan geen (of minder) meervoudig stemrecht is verbonden*”.¹³

⁹ In lijn met de openbaarheid van statuten, zie artikelen 2:126/236 BW.

¹⁰ Denk bijvoorbeeld aan een convenant in financieringsdocumentatie van een aandeelhouder van een N.V./B.V. met een MVS-structuur, dat ook ziet op dochtermaatschappijen.

¹¹ De terminologie “*heeft het recht*” is consistent met de Nederlandse versie van artikel 3(1) van de Richtlijn, en op dit punt ook met de Engelse versie die spreekt over “*has the right*”.

¹² P. 24 MvT.

¹³ De lezing van de GCV sluit goed aan bij de Engelse versie van de Richtlijn die in artikel 4(1)(a) spreekt over “*in each class of shares the rights of which are affected*”.

Artikel 2:118b/228b lid 4 BW

- 3.7. Bij introductie van een MVS-structuur voor toelating tot een MTF geldt de toelating als voorwaarde voor de mogelijkheid het versterkte stemrecht uit te oefenen. Het zou nuttig zijn indien duidelijk wordt gemaakt dat de woorden “*afhankelijk van*” in de voorgestelde wettekst in die zin gelezen moet worden.¹⁴

Artikel 2:118b/228b lid 6 BW

- 3.8. De GCV bepleit eenzelfde aanpassing als in lid 3. Zie paragraaf 3.6.

Artikel 2:118b/228b lid 7 BW

- 3.9. Conform de Richtlijn wordt voor belangrijke besluiten een ‘dubbele’ meerderheid vereist: de wettelijk voorgeschreven meerderheid van zowel (i) de uitgebrachte stemmen, als (ii)(a) het vertegenwoordigde aandelenkapitaal en (ii)(b) het aantal op de algemene vergadering vertegenwoordigde aandelen. Het sub (ii)(a) genoemde criterium is vatbaar voor manipulatie, door voor de aandelen met meervoudig stemrecht een evenredig hogere nominale waarde per aandeel te kiezen. Uit het oogpunt van effectieve minderheidsbescherming lijkt het logischer alleen (ii)(b) te handhaven. De GCV leest de Richtlijn¹⁵ zo dat deze bij implementatie een keuze tussen (ii)(a) en (ii)(b) toelaat, en niet dat de Richtlijn beoogt dat die keuze van geval tot geval gemaakt moet kunnen worden.
- 3.10. Uit de toelichting meent de GCV af te kunnen leiden dat (i) de dubbele meerderheid slechts geldt voor de besluiten die worden genoemd in de toelichting op lid 3,¹⁶ en (ii) dat het niet de bedoeling is dat in een MVS-structuur met stemrecht kan worden gedifferentieerd per type besluit, ingeval van de B.V. in afwijking van hetgeen voor de ‘gewone’ B.V. uitdrukkelijk is bepaald in artikel 2:228 lid 4 tweede volzin BW. De toelichting blinkt echter op deze punten niet uit in duidelijkheid, en wellicht zou voor de B.V. met een MVS-structuur ook a contrario uit lid 2 (dat artikel 2:228 lid 4 BW niet van toepassing verklaart) het tegendeel kunnen worden afgeleid.¹⁷ De GCV beveelt aan de MvT op deze punten verder te verduidelijken.
- 3.11. De term “*operationele besluiten*” is woordelijk overgenomen uit de Richtlijn en vanuit het perspectief van ‘minimale implementatie’ is het gebruik daarvan begrijpelijk. Echter, in het Nederlands vennootschapsrecht heeft deze term geen eenduidige betekenis en daarmee is de tekst niet erg duidelijk. Dat in de MvT¹⁸ benoemings- en ontslagbesluiten van leden van bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen worden geschaard onder “*operationele besluiten*”, ziet de GCV als een vergissing; de wettekst in lid 7 noemt deze benoemings- en ontslagbesluiten conform de Richtlijn juist afzonderlijk.¹⁹

4. Typo's en overige opmerkingen

- 4.1. Het oog van de GCV viel op enkele ‘typo's’ in de MvT.

¹⁴ Vergelijk de Engelse versie van de Richtlijn die in artikel 3(3) “*conditional*” gebruikt.

¹⁵ Randnummer (14) en artikel 4(1)(b) Richtlijn.

¹⁶ P. 28 MvT.

¹⁷ P. 23 MvT geeft aan dat de besluiten waar de afwijking voor geldt volgen uit lid 7, maar dat adresseert het gesignaleerde punt niet, althans onvoldoende.

¹⁸ P. 28 MvT.

¹⁹ De wettekst sluit aan bij artikel 4.1(b) Richtlijn.

- 4.2. P. 10 MvT: *“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).”* Bij de onderstreping had “aandelen” moeten staan.
- 4.3. P. 17 MvT: *“Indien een extra aandeelhoudersovereenkomst moet worden georganiseerd, kunnen deze kosten oplopen. Deze zijn afhankelijk van bijvoorbeeld de reistijd, zaalhuur, catering, etc.”* Bij de onderstreping had “aandeelhoudersvergadering” moeten staan.
- 4.4. P. 25 MvT: *“Als een MVS-structuur ook zou kunnen worden geëffectueerd 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, ...”*. Hier is evident de N.V. bedoeld.
- 4.5. De GCV maakt nog enkele overige opmerkingen.
- 4.6. Het systeem van de Richtlijn lijkt te veronderstellen dat de verschillende soorten aandelen wel dezelfde financiële rechten hebben. Een MVS-structuur beoogt een differentiatie tussen stemrechten en financiële rechten en die wordt feitelijk niet bereikt indien de financiële rechten van het aandeel met meervoudig stemrecht eenzelfde veelvoud vormen van de financiële rechten van de andere soort. Het lijkt de GCV omwille van de eenvoud en minimale implementatie echter niet nodig dit uitdrukkelijk te adresseren.
- 4.7. De GCV leest in het Wetsvoorstel geen beperkingen in de mogelijkheid om bij een MVS-structuur statutair te voorzien in mogelijke conversie van de ene soort aandelen in een andere soort. Dat betekent dat waar nodig ook in MVS-structuren gebruik gemaakt kan worden van dergelijke regelingen, die in bestaande structuren met meervoudig stemrecht hun nut bewijzen. Om onduidelijkheid in de praktijk op dit punt te voorkomen, verdient het volgens de GCV aanbeveling dat de mogelijkheid van conversie in de MvT wordt genoemd. Veelal zal het immers juist niet de bedoeling zijn dat aandelen met meervoudig stemrecht buiten de beoogde beperkte groep houders kunnen worden overgedragen (althans niet met behoud van het meervoudig stemrecht).

5. Slot

- 5.1. De Richtlijn voorziet voor Nederland niet in een acute behoefte omdat Nederland reeds goed bruikbare, voldoende flexibele vormen van meervoudig stemrecht kent. Deze bestaande vormen worden door de Richtlijn uitdrukkelijk ook niet geraakt, en kunnen zonder meer blijven voortbestaan.
- 5.2. Aan implementatie kan Nederland zich echter niet onttrekken, waarbij dan echter een keuze voor het minimaal noodzakelijke voor de hand ligt. Op die manier wordt ook het risico op *collateral damage* (in de vorm van ‘ruis’ of onduidelijkheden ten aanzien van bestaande structuren) vermeden.

Den Haag, 1 september 2025

Bijlage

Samenstelling van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht:

mr. A.F.J.A. (Fons) Leijten, advocaat Stibbe, Amsterdam - voorzitter
mr. Y. (Yvette) Borrius, advocaat Florent, Amsterdam
prof. mr. K.W.H. (Kleis) Broekhuizen, advocaat Keijser Van der Velden, Nijmegen
prof. mr. J.B.S. (Steven) Hijink, advocaat CalcuLaw, Rotterdam
prof. mr. L.G.H.J. (Louis) Houwen, advocaat Dirkzwager, Nijmegen
mr. L.W. (Laurens) Kelterman, notaris n/p notarial partners, Amsterdam
prof. mr. B. (Bastiaan) Kemp, advocaat Loyens & Loeff, Amsterdam
mr. drs. R.H. (Reinier) Kleipool, notaris De Brauw Blackstone Westbroek, Amsterdam
mr. M.L.E. (Mariëtte) Plaggemars, notaris Damsté, Amsterdam
mr. H.J. (Hendrik) Portengen, notaris Loyens & Loeff, Rotterdam
prof. mr. G.J.C. (Günther) Rensen, notaris-lid A&O Shearman, Amsterdam
mr. M.A.M. (Martijn) van Steensel, notaris-lid Van Benthem & Keulen, Utrecht

Secretariaat:

mr. N.J.M. Sjerps
Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB)
Postbus 16020
2500 BA Den Haag
T 070 3307226
E j.sjerps@knb.nl