

Uitsluitend elektronisch via www.internetconsultatie.nl

Aan het Ministerie van Justitie en Veiligheid en het Ministerie van Financiën

Den Haag, 27 augustus 2025

Mijne dames en heren,

Betreft: *consultatie voorontwerp implementatiewet Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht*

Graag reageert Vereniging van Effectenbezitters ('VEB') op het concept-voorstel implementatiewet Richtlijn aandelen met meervoudig stemrecht ('het Voorstel').

Het Voorstel geeft vennootschappen waarvan de aandelen nog niet op een gereguleerde markt of MTF zijn toegelaten het recht om een meervoudig stemrecht-structuur ('MVS-structuur') in te voeren voor de toelating tot de handel op een MTF. Het Voorstel maakt de uitoefening van de versterkte stemrechten afhankelijk van de toelating van aandelen tot de handel op een MTF. Volgens de concept-Memorie van toelichting strekt dit ter voorkoming dat de implementatie verder reikt dan noodzakelijk op grond van de richtlijn, waarmee invoering een afgebakende faciliteit van gebruikmaking van MVS-structuren zou brengen.¹

VEB is niet onverdeeld gelukkig met het Voorstel. Zij veronderstelt bekend dat VEB in het algemeen bezwaar heeft tegen afbreuk van *one share-one vote*. VEB voorziet – zij is daarin niet alleen – dat het Voorstel nauwelijks tot toepassing in de praktijk zal leiden. Echter roept het Voorstel zowel bezwaren als vragen op. Het is daarmee minst genomen onduidelijk.

De concept-Memorie van toelichting beschrijft dat Nederland in de bestaande situatie (al) allerlei mogelijkheden om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden, biedt.² Zoals ook vervat in de concept-Memorie van antwoord vormt 'evenredigheid' (*one share-one vote*) het uitgangspunt voor het stemrecht bij de naamloze vennootschap.³ Als de nominale waarde van alle aandelen gelijk is, is het aantal stemmen van een aandeelhouder gelijk aan het aantal door de aandeelhouder gehouden aandelen.

De genoemde mogelijkheid af te wijken van *one share-one vote* bestaat erin soorten aandelen te creëren met verschillende nominale waarden. Dat maakt het mogelijk te voorzien in aandelen met meer stemmen dan aandelen met een lagere nominale waarde.⁴

¹ Concept-Memorie van toelichting p. 22. Zie ook concept-Memorie van toelichting p. 15/6 waar het heet dat met de wijze van implementatie een nationale kop wordt voorkomen.

² Concept-memorie van toelichting pp. 22/3 onder beschrijving van de bestaande mogelijkheden.

³ Concept-memorie van toelichting p. 21.

⁴ Het aantal stemmen wordt formeel berekend over het gezamenlijke bedrag van de aandelen van een aandeelhouder.

European Investors-VEB

P.O. Box 240, 2501 CE The Hague, The Netherlands | Amaliastraat 7, 2514 JC The Hague, The Netherlands T +31 (0)70 313 00 00

I www.europeaninvestors.eu
E info@europeaninvestors.eu

I www.veb.net
E info@veb.net

IBAN NL58 ABNA 0429655002
BIC ABNANL2A

CC 40408053
VAT NL002602702B01

Het aantal stemmen per aandeel is immers afhankelijk van de verhouding tussen de nominale waarde van dat aandeel en de nominale waarde van het soort aandelen met de laagste nominale waarde.⁵

Het mogelijk onderscheid in nominale waardes tussen soorten aandelen (en daarmee het mogelijk aantal stemrechten per aandeel) is ongelimiteerd. Daarmee biedt de wet in beginsel de mogelijkheid tot invoering van gedifferentieerd stemrecht zonder een *maximale stemverhouding*.⁶

De concept-Memorie van toelichting tekent aan dat de met het Voorstel in te voeren faciliteit de bestaande Nederlandse situatie onverlet laat.⁷ Wil een Nederlandse vennootschap haar (al) bestaande MVS-structuur wijzigen *om gebruik te maken van de met dit Voorstel geboden faciliteit* – het moet dan dus haar wens tot toelating tot een MTF betreffen – dan moet zij dat doen met inachtneming van de door het Voorstel gestelde eisen. Buiten de invoering of wijziging van een MVS-structuur voor het doeleinde van een verzoek om toelating van aandelen tot een MTF, wordt vennootschappen de hierboven beschreven ruimte te differentiëren in het stemgewicht dat aan verschillende aandelen toekomt, ongehinderd en onveranderd geboden.

Wat als een vennootschap na een eerdere notering aan een MTF zich wil laten noteren aan ('doorgroeien' naar) een gereguleerde markt? De concept-Memorie van toelichting bepaalt dat zij in die situatie gebruik kan maken van de andere mogelijkheden die het Nederlands recht biedt om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden dan aan andere aandelen.⁸ Hiermee is (dus/toch) ook gegeven dat de vennootschap bij haar 'doorgroei' haar MVS-structuur volgens het Voorstel dient in te trekken.

De concept-Memorie van toelichting bevat hierover:

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, zoals een gereguleerde markt, zou dat betekenen dat de implementatie een breder bereik heeft dan noodzakelijk op grond van de richtlijn.

⁵ Art. 2:118 lid 3 BW.

⁶ De Richtlijn biedt als lidstaattoptie de mogelijkheid een maximale stemverhouding te bepalen. Die maximale stemverhouding beperkt zich dan wel tot onder het regime van het Voorstel ingevoerde MVS-structuren. Zie art 4 lid 1 sub (b) (i) Richtlijn (EU) 2024/2810 van 23 oktober 2024. Uit het Voorstel blijkt dat Nederland daarvan geen gebruik maakt.

⁷ Concept-memorie van toelichting p. 22.

⁸ Concept-Memorie van toelichting p. 26.

De conclusie moet duidelijk zijn: waar het Voorstel meer waarborgen biedt ter bescherming van (minderheids)aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht⁹ dan het geldend Nederlands recht, wordt hun (dus) meer bescherming geboden wanneer de vennootschap verzoekt tot toelating tot een MTF dan wanneer zij beursgenoteerd is. VEB vindt dat op zichzelf zeer onwenselijk. Het kan niet zo zijn dat de bescherming van aandeelhouders varieert naar gelang art. 2:118/228 BW dan wel art. 2:118b/228a BW op de (gekozen) structuur van toepassing is. Het is daarom wenselijk dat het Voorstel erin voorziet dat aandeelhouders zonder meervoudig stemrecht *onafhankelijk* van de ter afwijking van *one share-one vote* gekozen (wettelijke) grondslag, dezelfde bescherming genieten.

VEB stelt zich de vraag wat de positie is als een vennootschap al aan een MTF is genoteerd én zij al een bestaande MVS-structuur heeft. Uit het voorafgaande is het duidelijk dat het Nederlands recht onevenredigheid (ruimhartig) toelaat.¹⁰ De hier bedoelde situatie is daarmee niet denkbeeldig. Art. 2:118b/228b lid 6 BW van het Voorstel zwijgt over deze casuspositie. Lid 6 betreft immers de situatie dat de vennootschap een op grond van het (nieuwe) art. 2:118b lid 2 BW ingevoerde MVS-structuur wil wijzigen. Dat betekent dus dat zij haar (bestaande) MVS-structuur conform (de eisen van) het Voorstel heeft ingericht. Is de conclusie dat uit het Voorstel voortvloeit dat de bestaande MVS-structuur – vanzelfsprekend in zoverre zij overigens mogelijk is onder het geldend Nederlands recht – voortleeft, al zou zij niet overeenstemmen met hetgeen mogelijk is onder het Voorstel? Die conclusie wordt geschraagd door de concept-MvT waar wordt opgemerkt dat de nieuwe wettelijke faciliteit de onder Nederlands recht reeds bestaande mogelijkheden om aan bepaalde aandelen meer zeggenschap te verbinden onverlet laat.¹¹ VEB vindt deze situatie onwenselijk. Het is wenselijk dat het Voorstel wordt aangevuld met een bepaling die met zich brengt dat reeds bestaande MVS-structuren (of, wellicht beter: onevenredige stemrechtverhoudingen) bij vennootschappen die al aan een MTF zijn genoteerd, dienen te worden ‘omgekat’ naar het regime van het Voorstel.

VEB is te allen tijde graag beschikbaar voor een nadere toelichting of overleg.

Hoogachtend,
Vereniging van Effectenbezitters

G.J. Everts
Directeur

⁹ Art. 2:118b/228a BW uit het Voorstel begrenzen de invloed van de MVS-aandeelhouder: een dubbele gekwalificeerde meerderheid voor bepaalde besluiten van de algemene vergadering.

¹⁰ Ik teken hier nog wel aan dat de concept-MvT bevat dat uit de Richtlijn blijkt dat diverse in Nederland bekende mechanismen van onevenredig stemrecht niet kunnen worden gezien als een MVS-structuur in de zin van de Richtlijn. Zie Concept-MvT p. 22.

¹¹ Concept-Memorie van toelichting p. 22.