



Raad van de
Europese Unie

Brussel, 16 december 2022
(OR. en)

16168/22

**Interinstitutioneel dossier:
2022/0406(COD)**

**DRS 66
COMPET 1050
ECOFIN 1350
IA 228
CODEC 2052**

VOORSTEL

van:	de secretaris-generaal van de Europese Commissie, ondertekend door mevrouw Martine DEPREZ, directeur
ingekomen:	8 december 2022
aan:	mevrouw Thérèse BLANCHET, secretaris-generaal van de Raad van de Europese Unie
nr. Comdoc.:	COM(2022) 761 final
Betreft:	Voorstel voor een RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een mkb-groeimarkt verzoeken

Hierbij gaat voor de delegaties document COM(2022) 761 final.

Bijlage: COM(2022) 761 final



Brussel, 7.12.2022
COM(2022) 761 final

2022/0406 (COD)

Voorstel voor een

RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een mkb-groeimarkt verzoeken

(Voor de EER relevante tekst)

TOELICHTING

1. CONTEXT VAN HET VOORSTEL

• **Motivering en doel van het voorstel**

Dit voorstel maakt deel uit van het pakket wetgeving inzake beursnotering, een reeks maatregelen om de publieke kapitaalmarkten aantrekkelijker te maken voor EU-ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen (mkb-ondernemingen) te vergemakkelijken. Het sluit aan bij de kerndoelstelling van de kapitaalmarktenunie (KMU) om de toegang tot marktgebaseerde financieringsbronnen voor EU-ondernemingen in elke fase van hun ontwikkeling te verbeteren, ook voor kleinere ondernemingen. Beursgenoteerde ondernemingen presteren vaak beter dan particuliere ondernemingen wat betreft de jaarlijkse omzetgroei en het scheppen van werkgelegenheid. Met een notering op de publieke markten 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.

Sinds de publicatie van het eerste KMU-actieplan in 2015 is er vooruitgang geboekt om het voor ondernemingen, met name mkb-ondernemingen, gemakkelijker en goedkoper te maken om toegang te krijgen tot publieke markten. In januari 2018 werd met de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II)¹ een nieuwe categorie multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) geïntroduceerd, de mkb-groeimarkten, om mkb-ondernemingen te stimuleren toegang tot kapitaalmarkten te verkrijgen². In 2019 werden nieuwe EU-regels voorgesteld om de bureaucratie en de regelgevingslast te verminderen voor ondernemingen met een beursnotering op mkb-groeimarkten, waarbij een hoog niveau van bescherming van de beleggers en marktintegriteit behouden blijft³. Ondanks de ingevoerde wijzigingen blijven de belanghebbenden er echter op wijzen dat verdere regelgeving nodig is om het noteringsproces te stroomlijnen en flexibeler te maken voor uitgevende instellingen. In het nieuwe KMU-actieplan, dat in september 2020 werd aangenomen, werd aangekondigd: “om de toegang van kleine en innovatieve ondernemingen tot financiering te bevorderen en te diversifiëren, zal de Commissie de regels voor notering op publieke markten trachten te vereenvoudigen”. Naar aanleiding hiervan en voortbouwend op Verordening (EU) 2019/2115 heeft de Commissie een stakeholdergroep van technische deskundigen (Technical Expert Stakeholder Group (TESG)) inzake kleine en middelgrote ondernemingen opgericht, die de bezorgdheid van de belanghebbenden heeft bevestigd dat verdere wetgevingsmaatregelen nodig zijn om de beursnotering van ondernemingen, en met name van mkb-ondernemingen, te

¹ 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) (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349)

² Voordat een MTF als mkb-groeimarkt kan worden aangemerkt, moet ten minste 50 % van de uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten op de MTF worden verhandeld, een mkb-onderneming zijn, die in MiFID II is gedefinieerd als een onderneming met een gemiddelde marktkapitalisatie van minder dan 200 miljoen EUR (zie overweging 132 van MiFID II). Om een passend niveau van bescherming van de beleggers te waarborgen, moeten de noteringsregels op mkb-groeimarkten ook voldoen aan bepaalde kwaliteitsnormen, zoals de noodzaak een passend toelatingsdocument op te stellen (wanneer geen prospectus vereist is) en te voldoen aan periodieke financiële verslaglegging. Het kader voor de mkb-groeimarkt is ontwikkeld om verder rekening te houden met de speciale behoeften van mkb-ondernemingen die voor het eerst de aandelen- en obligatiemarkten betreden.

³ 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 (PB L 320 van 11.12.2019, blz. 1).

ondersteunen. In haar eindverslag van mei 2021 heeft de TESG twaalf aanbevelingen gedaan om het noteringskader op zowel gereglementeerde markten als de mkb-groeimarkten te wijzigen⁴.

Op 15 september 2021 heeft voorzitter van de Europese Commissie Von der Leyen in haar intentieverklaring⁵ aan het Parlement en het voorzitterschap van de Raad een wetgevingsvoorstel aangekondigd om de toegang van mkb-ondernemingen tot kapitaal te vergemakkelijken, dat is opgenomen in het werkprogramma van de Commissie voor 2022⁶.

De beslissing van een onderneming om naar de beurs te gaan is complex en wordt beïnvloed door een groot aantal factoren, waarvan vele buiten het bereik van de regelgevers liggen en daarom niet rechtstreeks kunnen worden geregeld via wetgeving. Zo hebben bijvoorbeeld de kenmerken van het ecosysteem die bepalend zijn voor de kosten van diensten in verband met beursnotering, geopolitieke instabiliteit, Brexit, COVID-19, het beleid van de centrale banken en de inflatie allemaal invloed gehad (en blijven zij invloed hebben) op de beslissing om een beursnotering aan te vragen, waar en wanneer een beursnotering aan te vragen en om al dan niet in de EU beursgenoteerd te blijven. Regelgeving en de daarmee samenhangende kosten en lasten zijn echter ook belangrijke factoren bij de beslissing van een onderneming om een beursnotering aan te vragen of beursgenoteerd te blijven. Het pakket wetgeving inzake beursnotering omvat een aantal maatregelen die erop gericht zijn: i) de regelgevingslast te verminderen wanneer deze buitensporig wordt geacht (d.w.z. wanneer de regelgeving op een voor de belanghebbenden kostenefficiëntere wijze zou kunnen bijdragen tot de bescherming van de beleggers en marktintegriteit); en ii) de vennootschapsrechtelijke flexibiliteit te vergroten die de oprichters of meerderheidsaandeelhouders van ondernemingen wordt geboden om te kiezen hoe zij de stemrechten verdelen na de toelating van aandelen tot de handel.

Het regelgevingskader dat van toepassing is op het noteringsproces is veelzijdig. Ondernemingen moeten voor, tijdens en na de beursgang (IPO) voldoen aan de wettelijke voorschriften. Dit voorstel is gericht op de regelgevingsbarrières die zich voordoen in de pre-IPO-fase en betreft de ongelijke kansen van ondernemingen in de EU bij het kiezen van de juiste governancestructuur wanneer zij naar de beurs gaan. De voorgestelde richtlijn gaat vergezeld van twee andere wetgevingsvoorstellen: i) een voorstel voor een verordening tot wijziging van de prospectusverordening⁷, de verordening marktmisbruik⁸, ii) de verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR)⁹ en iii) een voorstel voor een richtlijn tot

⁴ Eindverslag van de stakeholdergroep van technische deskundigen (TESG) inzake kleine en middelgrote ondernemingen – Empowering EU capital markets – Making listing cool again (europa.eu).

⁵ Zie blz. 4: https://commission.europa.eu/system/files/2021-10/2021_soteu_brochure_nl.pdf

⁶ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's – Werkprogramma van de Commissie voor 2022 Europa samen sterker maken (COM(2021) 645 final) cwp2022_en.pdf (europa.eu).

⁷ 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 gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (PB L 168 van 30.6.2017, blz. 12).

⁸ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 1).

⁹ Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012.

intrekking van de noteringsrichtlijn¹⁰ en tot wijziging van MiFID II. Met beide voorstellen wordt beoogd de openbaarmakingsvereisten voor primaire en secundaire markten te stroomlijnen en te verduidelijken en tegelijkertijd een passend niveau van bescherming van de beleggers en marktintegriteit te handhaven. Met de voorgestelde richtlijn tot intrekking van de noteringsrichtlijn en tot wijziging van MiFID II wordt ook beoogd het lage niveau van onderzoek op beleggingsgebied naar mkb-ondernemingen te verhogen.

Een van de belangrijkste problemen die oprichters en families ervan weerhoudt om (in de pre-IPO-fase) naar de beurs te gaan, is de angst om de zeggenschap in hun onderneming te verliezen zodra ze genoteerd is. Een beursgang leidt tot verwatering van het eigendom, waardoor oprichters en families beschikken over minder zeggenschap over belangrijke investeringen en operationele beslissingen van de onderneming. Ondernemingen, met name mkb-ondernemingen, zijn wellicht eerder geneigd om een notering op publieke markten aan te vragen indien meerderheidsaandeelhouders na de beursnotering de beslissingsbevoegdheid in de onderneming kunnen behouden. Zo kunnen zij hun onderneming verder vormgeven volgens hun strategische visie en tegelijkertijd profiteren van de voordelen van een beursgenoteerde onderneming en voldoende middelen aantrekken om het noteringsproces te rechtvaardigen. Dit geldt vooral voor kleinere familiebedrijven, starters en ondernemingen met langetermijnprojecten waarmee aanzienlijke aanloopkosten gemoeid zijn. Al deze ondernemingen kunnen het risico lopen te zeer te worden blootgesteld aan schommelingen van de publieke markten of de dreiging van een vijandige overname. Deze ondernemingen zouden ook het meest baat hebben bij een notering op een mkb-groeimarkt – een categorie MTF's die speciaal voor mkb-ondernemingen is ontworpen en waar zij kunnen profiteren van minder strenge regelgevingsvereisten. Kleinere ondernemingen kunnen meer behoefte hebben aan gediversifieerde financiering dan grotere ondernemingen omdat zij doorgaans een risicovoller profiel hebben, minder zichtbaar zijn voor potentiële beleggers, zich geen beursnotering in het buitenland kunnen veroorloven en in sommige gevallen meer behoefte hebben aan schaalvergroting. Aangezien de toegang tot publieke markten met name belangrijk is voor kleinere en snelgroeïende ondernemingen, ligt de nadruk van dit voorstel op ondernemingen met een notering op mkb-groeimarkten.

Een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht is een doeltreffend mechanisme om de eigenaren van ondernemingen in staat te stellen de beslissingsbevoegdheid in een onderneming te behouden terwijl zij middelen aantrekken op de publieke markten. Dankzij deze aandelenstructuur kan een aandeelhouder (of een groep aandeelhouders) beschikken over een meerderheidsbelang in een onderneming zonder de evenredige economische investering te hoeven doen die voor de omvang van het belang vereist is, indien alle aandelen hetzelfde stemrecht hebben. Een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht omvat doorgaans ten minste twee verschillende en afzonderlijke aandelenklassen met een verschillend aantal stemrechten verbonden aan de aandelen die tot elke klasse behoren.

Een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht is slechts één van de bestaande mechanismen ter vergroting van zeggenschap, d.w.z. mechanismen die een discrepantie teweegbrengen in de relatie tussen het financiële eigendom en het stemrecht, met als gevolg dat een aandeelhouder zijn zeggenschap kan vergroten zonder een evenredig aandeel in het aandelenkapitaal te bezitten. Uit het in 2007 gepubliceerde onderzoek naar de eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen in de lidstaten¹¹ is gebleken dat de beschikbare mechanismen om de zeggenschap te vergroten of te blokkeren door stemrecht te gebruiken, onder meer ook

¹⁰ Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (PB L 184 van 6.7.2001, blz. 1)

¹¹ https://ecgi.global/sites/default/files/study_report_en.pdf.

loyaliteits aandelen¹², aandelen zonder stemrecht¹³, prioriteits aandelen zonder stemrecht¹⁴ en bovengrenzen aan het stemrecht¹⁵ kunnen omvatten.

Niettemin beperken de meeste van deze alternatieve aandelenstructuren, die een meer rigide opzet hebben, het bedrag aan middelen dat in de IPO-fase en via vervolggiftten kan worden aangetrokken. Bovendien vormen loyaliteits aandelen een mechanisme ter vergroting van zeggenschap dat er specifiek op gericht is het langetermijnaandeelhouderschap onder beleggers te bevorderen en te zorgen voor een stabielere, op de lange termijn gericht eigenaarschap en niet zozeer om het aantrekken van middelen bij het publiek aantrekkelijker te maken. Aangezien aan loyaliteits aandelen doorgaans minder extra stemrechten verbonden zijn dan aan aandelen met meervoudig stemrecht voor meerderheidsaandeelhouders en aangezien zij doorgaans een aanhoudingsperiode vereisen voordat het versterkt stemrecht wordt geactiveerd, worden zij door oprichters en familiebedrijven als minder aantrekkelijk beschouwd. Dit wordt ondersteund door empirisch bewijs waaruit blijkt dat de invoering van loyaliteits aandelen in bepaalde lidstaten het aantal ondernemingen dat toegang krijgt tot publieke markten niet heeft doen toenemen. Aandelen met meervoudig stemrecht daarentegen zouden oprichters in staat stellen zeggenschap te behouden, terwijl zij een groter deel van hun investering in de onderneming verkopen dankzij de grotere loskoppeling van economisch belang en stemrecht.

De invoering van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in een onderneming heeft tot gevolg dat andere aandeelhouders (beleggers) beschikken over minder beslissingsbevoegdheid ten opzichte van hun economische investeringen. Dit verminderd stemrecht kan tot specifieke problemen leiden als het niet op de juiste manier wordt aangepakt. Dergelijke problemen kunnen bijvoorbeeld betrekking hebben op de verschansing van aandeelhouders¹⁶, het wegsluizen van bedrijfsactiva en, in het algemeen, het onttrekken van particuliere voordelen door de meerderheidsaandeelhouder, bijvoorbeeld via transacties met verbonden partijen. Bovendien kan het verwateringseffect van aandelen met meervoudig stemrecht ertoe leiden dat meerderheidsaandeelhouders bepaalde besluiten blokkeren, waaronder besluiten die gericht zijn op duurzaamheidsdoelstellingen, waardoor de belangen van de meerderheidsaandeelhouder worden bevorderd in plaats van de duurzame ontwikkeling van de onderneming op lange termijn. Deze potentiële problemen kunnen echter worden aangepakt door waarborgen in te bouwen ter bescherming van

¹² Loyaliteits aandelen zijn aandelen die versterkt stemrecht geven aan aandeelhouders die ze gedurende een bepaalde periode in bezit hebben gehad. Doorgaans krijgen de houders van loyaliteits aandelen twee stemmen per aandeel, in plaats van één stem, als zij hun aandelen twee jaar of langer in hun bezit hebben.

¹³ Aandelen zonder stemrecht zijn aandelen zonder stemrecht en waaraan geen speciale rechten in verband met de kasstroom (zoals een preferent dividend) verbonden zijn ter compensatie van het ontbreken van stemrecht.

¹⁴ Prioriteits aandelen zonder stemrecht zijn aandelen zonder stemrecht die worden uitgegeven met een speciaal recht op kasstroom ter compensatie van het ontbreken van stemrecht (zoals een preferent (hoger of gegarandeerd) dividend).

¹⁵ Een bovengrens aan het stemrecht is een beperking die aandeelhouders verbiedt om boven een bepaalde drempel te stemmen, ongeacht het aantal stemgerechtigde aandelen dat zij bezitten. Bovengrenzen aan het stemrecht kunnen worden uitgedrukt als een percentage van alle uitstaande stemrechten (bijvoorbeeld wanneer geen enkele aandeelhouder mag stemmen voor meer dan drie procent van het maatschappelijk aandelenkapitaal van de onderneming) of als een percentage van alle op een algemene vergadering uitgebrachte stemmen (gebruikelijk in alle lidstaten).

¹⁶ Een verschansing van aandeelhouders (shareholder entrenchment) is een situatie waarin de meerderheidsaandeelhouders beschikken over eeuwigdurende zeggenschap en dus beslissingen in hun eigen voordeel kunnen nemen zonder rekening te houden met de belangen van de onderneming en van andere aandeelhouders en waarin andere aandeelhouders deze beslissingen niet effectief kunnen aanvechten.

minderheidsaandeelhouders en de belangen van de onderneming, zoals een maximale stemverhouding, horizonclausules en beperking van het gebruik van de aandelen met meervoudig stemrecht in bepaalde gevallen, bijvoorbeeld als het gaat om duurzaamheidskwesties.

Momenteel is er sprake van versnippering in de EU op het gebied van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, hetgeen leidt tot ongelijke kansen voor EU-ondernemingen wanneer zij besluiten naar de beurs te gaan. Sommige lidstaten, waaronder Zweden en Denemarken, hebben aandelen met meervoudig stemrecht vrijwel vanaf het begin van hun kapitaalmarkt toegestaan. In Zweden is het percentage beursgenoteerde ondernemingen met deze aandelenstructuur altijd boven de 40 % gebleven, en in Finland en Denemarken vertegenwoordigen zij de meerderheid van de beursgenoteerde ondernemingen wat betreft marktkapitalisatie. Andere lidstaten hebben daarentegen aandelen met meervoudig stemrecht verboden. In sommige gevallen is het verbod beperkt tot overheidsondernemingen, bijvoorbeeld in Duitsland en België, terwijl het in andere gevallen voor alle ondernemingen geldt, bijvoorbeeld in Oostenrijk en Kroatië.

De bestaande verschillen tussen de nationale regelingen inzake de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht creëren een ongelijk speelveld voor ondernemingen in verschillende lidstaten. Ondernemers en ondernemingen uit lidstaten die de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht verbieden, zijn in het nadeel ten opzichte van ondernemingen uit lidstaten die de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht toestaan. Ondernemers en ondernemingen die een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht willen invoeren en van de flexibiliteit willen profiteren, krijgen te maken met de keuze om particulier te blijven of naar een andere lidstaat (of een derde land) uit te wijken, waardoor hun financieringskeuze wordt beperkt en hun kapitaalkosten stijgen. Dit treft met name mkb-ondernemingen en startende ondernemingen die niet over de middelen beschikken om de extra kosten te dekken die verbonden zijn aan een beursnotering in een andere lidstaat of in een derde land.

Met dit voorstel wordt beoogd een minimale harmonisatie tot stand te brengen van het nationaal recht inzake de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht van ondernemingen die aan mkb-groeimarkten zijn genoteerd, waarbij de lidstaten voldoende flexibiliteit wordt gelaten bij de uitvoering ervan. Gereguleerde markten zijn over het algemeen meer geschikt voor grotere en volwassen ondernemingen, terwijl mkb-groeimarkten grotendeels zijn ontworpen voor de notering van mkb-ondernemingen. Toch zijn niet alle ondernemingen met effecten die op mkb-groeimarkten zijn genoteerd ook mkb-ondernemingen. Ondernemingen die geen mkb-onderneming zijn, beschikken doorgaans over meer liquide effecten en daarom kunnen de mkb-groeimarkten door hun opname hogere handelsvergoedingen genereren om de winstgevendheid van hun bedrijfsmodel te handhaven. Om echter duidelijkheid te scheppen voor beleggers, gelden momenteel dezelfde regels voor alle uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten, ongeacht hun omvang. In aansluiting bij deze benadering voorziet dit voorstel in de mogelijkheid om de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren voor alle ondernemingen die voor het eerst om de toelating van hun aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt verzoeken.

Dit voorstel voorziet in waarborgen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders en van de belangen van de onderneming. Deze waarborgen vereisen dat alle lidstaten ervoor zorgen dat elk besluit om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren of om die structuur te wijzigen wanneer dat gevolgen heeft voor de stemrechten, wordt genomen met een gekwalificeerde meerderheid op de algemene vergadering van aandeelhouders. De in dit voorstel vervatte waarborgen houden ook een beperking in van het stemgewicht van aandelen met meervoudig stemrecht door beperkingen op te leggen aan hetzij de opzet van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, hetzij de uitoefening van de aan aandelen met

meervoudig stemrecht verbonden stemrechten voor de goedkeuring van bepaalde besluiten. Deze waarborgen zijn bedoeld om de belangen van minderheidsaandeelhouders en de belangen van de onderneming te beschermen, waarbij voldoende flexibiliteit wordt geboden aan meerderheidsaandeelhouders om het gebruik van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht niet te ontmoedigen. Voorts sluiten deze waarborgen grotendeels aan bij die in het rechtssysteem van de lidstaten met een goed functionerende regeling voor een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht. Voor deze lidstaten zouden dus minimale aanpassingen van hun huidige rechtssysteem nodig zijn.

- **Samenhang met bestaande bepalingen op het beleidsterrein**

De aandelenstructuur met meervoudig stemrecht wordt momenteel uitsluitend op nationaal niveau geregeld.

De voorgestelde richtlijn is in overeenstemming met de doelstellingen van de bestaande EU-wetgeving tot vaststelling van voorschriften voor publieke ondernemingen en tot coördinatie van de nationale bepalingen van het vennootschapsrecht. Dit omvat de richtlijn vennootschapsrecht¹⁷ die erop is gericht aandeelhouders en crediteuren een minimaal gelijkwaardige bescherming te bieden. In de richtlijn worden de nationale bepalingen inzake bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht geharmoniseerd, zoals de oprichting van naamloze vennootschappen, de vereisten inzake aandelenkapitaal en de uitkeringen aan aandeelhouders. Het toepassingsgebied van de voorgestelde richtlijn valt niet samen met dat van de richtlijn vennootschapsrecht, die geen regeling bevat voor de aandelenstructuur van ondernemingen (met inbegrip van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht). In plaats daarvan wordt deze kwestie in dit voorstel behandeld.

Voorts is het voorstel, door de lidstaten te verplichten bepalingen in te voeren om de belangen van de onderneming en van minderheidsaandeelhouders te beschermen, in overeenstemming met de beleidsdoelstelling van Richtlijn (EU) 2017/828¹⁸, waaronder het bevorderen van de duurzame ontwikkeling van ondernemingen op lange termijn en het beschermen van de belangen van de onderneming en haar minderheidsaandeelhouders in het geval van transacties met verbonden partijen, ondanks het verschil in toepassingsgebied van de twee besluiten (de richtlijn heeft betrekking op aandeelhoudersrechten in ondernemingen die tot de handel op gereglementeerde markten zijn toegelaten, terwijl dit voorstel betrekking heeft op aandeelhoudersrechten in ondernemingen die tot de handel op mkb-groeimarkten zijn toegelaten).

Evenzo valt de voorgestelde richtlijn niet samen met het toepassingsgebied van de overnamerichtlijn die voorziet in regels die van toepassing zijn op publieke ondernemingen die het voorwerp uitmaken van een overnamebod, teneinde de belangen van de aandeelhouders te vrijwaren. Belangrijk is dat de overnamerichtlijn¹⁹ alleen van toepassing is op ondernemingen die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en niet op ondernemingen die tot de handel op een mkb-groeimarkt zijn toegelaten, die onder het toepassingsgebied van dit voorstel vallen. De transparantiebepalingen in dit voorstel zijn evenwel gericht op dezelfde doelstellingen als die in de overnamerichtlijn, namelijk de kapitaalstructuur van een onderneming, de aandelenstructuur en de rechten en plichten die aan de effecten van de onderneming verbonden zijn.

¹⁷ Richtlijn (EU) 2017/1132 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (codificatie) (PB L 169 van 30.6.2017, blz. 46).

¹⁸ Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft (PB L 132 van 20.5.2017, blz. 1).

¹⁹ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB L 142 van 30.4.2004, blz. 12).

Tot slot sluit de voorgestelde richtlijn aan bij de bepalingen van MiFID II waarmee de mkb-groeimarkten worden gereguleerd.

- **Samenhang met ander beleid van de Unie**

Het voorstel sluit volledig aan bij de kerndoelstelling van de KMU om financiering toegankelijker te maken voor EU-ondernemingen en met name voor mkb-ondernemingen. Het is in overeenstemming met een aantal wetgevende en niet-wetgevende maatregelen van de Commissie in het kader van het KMU-actieplan 2015²⁰, de tussentijdse evaluatie van het KMU-actieplan 2017²¹ en het KMU-actieplan 2020.

Om de werkgelegenheid en de groei in de EU te ondersteunen, is het vergemakkelijken van de toegang tot financiering voor ondernemingen, met name voor mkb-ondernemingen, vanaf het begin een belangrijke doelstelling van het KMU geweest. Sinds de publicatie van het KMU-actieplan in 2015 zijn enkele gerichte acties ondernomen om adequate financieringsbronnen te ontwikkelen voor mkb-ondernemingen in al hun ontwikkelingsfasen. De Commissie heeft er in haar in juni 2017 gepubliceerde tussentijdse evaluatie van het KMU-actieplan voor gekozen haar ambitieniveau te verhogen en meer aandacht te besteden aan de toegang van mkb-ondernemingen tot publieke markten. In mei 2018 heeft de Commissie een voorstel gepubliceerd om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen²² met als doel de administratieve lasten en de hoge nalevingskosten voor uitgevende instellingen op de mkb-groeimarkt te beperken en tegelijkertijd een hoog niveau van marktintegriteit en bescherming van de beleggers te waarborgen; de liquiditeit van beursgenoteerde mkb-aandelen te bevorderen om deze markten aantrekkelijker te maken voor beleggers, uitgevende instellingen en tussenpersonen; en de registratie van MTF's als mkb-groeimarkt te vergemakkelijken. Het voorstel om het gebruik van mkb-groeimarkten te bevorderen is in november 2019 aangenomen.

Voorts heeft de Commissie na de COVID-19-crisis het herstelpakket voor de kapitaalmarkten gepubliceerd, dat gerichte wijzigingen van de regelgeving voor de kapitaalmarkten en banken omvat, met als overkoepelende doelstelling het voor kapitaalmarkten gemakkelijker te maken om EU-ondernemingen te helpen zich te herstellen van de COVID-19-crisis. De voorgestelde wijzigingen in de regels voor kapitaalmarkten zijn er met name op gericht de lasten en de complexiteit van de regelgeving te verlichten voor beleggingsondernemingen en uitgevende instellingen.

Dit voorstel sluit aan bij het KMU-actieplan 2020 en de doelstelling ervan om financiering toegankelijker te maken voor EU-ondernemingen (actie 2: De toegang tot publieke markten ondersteunen²³). Het voorstel is erop gericht de wettelijke vereisten te verlichten die een onderneming ervan kunnen weerhouden een beursnotering aan te vragen of beursgenoteerd te blijven. Andere factoren die uitgevende instellingen ervan kunnen weerhouden een beursnotering aan te vragen, zoals een smalle beleggersbasis en een gunstiger fiscale behandeling van schuld dan van aandelen, komen aan bod in andere lopende en komende initiatieven van de KMU die de in dit voorstel voorgestelde wijzigingen aanvullen en in samenhang met dit initiatief moeten worden geanalyseerd. Deze initiatieven hebben

²⁰ 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).

²¹ 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

²² Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordeningen (EU) nr. 596/2014 en (EU) 2017/1129 wat de bevordering van het gebruik van mkb-groeimarkten betreft (COM(2018) 331 final).

bijvoorbeeld betrekking op i) de oprichting van een centraal Europees toegangspunt (ESAP)²³ waarmee het gebrek aan toegankelijke en vergelijkbare informatie voor beleggers wordt aangepakt en ondernemingen zichtbaarder worden voor beleggers, ii) de centralisatie van handelsinformatie uit de EU in een consolidated tape²⁴ voor een efficiënter openbaar handelslandschap en prijsvorming, iii) de invoering van een tegemoetkoming ter vermindering van de ongelijkheid tussen vreemd en eigen vermogen (Debt Equity Bias Reduction Allowance (DEBRA))²⁵ om aandelenfinanciering aantrekkelijker (en minder duur) te maken voor ondernemingen.

Voorts zal een reeks initiatieven van de Commissie de beleggersbasis voor beursgenoteerde aandelen verder versterken. Het fonds voor beursintroducties van kmo's van de EU (EU SME IPO Fund) speelt de rol van ankerinvesteerder om meer particuliere investeringen in publieke aandelen van mkb-ondernemingen aan te trekken door samen te werken met institutionele beleggers en te investeren in fondsen die gericht zijn op kleine en middelgrote uitgevende instellingen. De herzieningen van de verordening kapitaalvereisten en Solvency II zorgen voor een verbreding van de beleggersbasis voor uitgevende instellingen door investeringen van banken en verzekeringsmaatschappijen in openbaar (langlopend) aandelenkapitaal te vergemakkelijken.

Dit voorstel sluit ook aan bij de in 2022 gepubliceerde Nieuwe Europese innovatieagenda²⁶, aangezien het de kapitaalmarkten aantrekkelijker zou maken voor oprichters van ondernemingen, zonder dat zij hun zeggenschap hoeven af te staan wanneer zij op de publieke markten worden genoteerd.

Het voorstel houdt rekening met het onderbouwde advies van het Fit for Future-platform over het vergemakkelijken van de toegang van mkb-ondernemingen tot kapitaal en met name over het vereenvoudigen van de procedures voor de toelating van effecten van mkb-ondernemingen tot de handel en andere noteringsverplichtingen.

Aangezien dit voorstel ervoor zorgt dat meer mkb-ondernemingen toegang krijgen tot steeds meer gediversifieerde financiering via een notering op mkb-groeimarkten, op basis van de meest geschikte corporate governancestructuur, sluit het ook aan bij de doelstelling van het steunpakket voor het mkb dat voorzitter Von der Leyen aankondigde in de Staat van de Unie-toespraak van september 2022.

Tot slot voorzien de bepalingen van het voorstel inzake waarborgen ook in de bescherming van de belangen van de onderneming tegen besluiten die risico's inhouden voor of resulteren in negatieve gevolgen voor de mensenrechten, de klimaatverandering en het milieu. Het voorstel sluit derhalve aan bij de beleidsdoelstelling van de Commissie inzake corporate governance om duurzaam en verantwoordelijk gedrag van ondernemingen aan te moedigen en is bijgevolg tevens in overeenstemming met het voorstel van de Commissie voor de richtlijn

²³ Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot oprichting van een Europees centraal toegangspunt dat gecentraliseerde toegang biedt tot voor financiële diensten, kapitaalmarkten en duurzaamheid relevante publiek beschikbare informatie (COM(2021) 723 final).

²⁴ Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 600/2014 wat betreft het vergroten van de transparantie van marktgegevens, het wegnemen van belemmeringen voor het ontstaan van een consolidated tape, het optimaliseren van de handelsverplichtingen en het verbod op het ontvangen van betalingen voor het doorgeven van orders van cliënten (COM(2021) 727 final).

²⁵ Voorstel voor een Richtlijn van de Raad tot vaststelling van regels voor een tegemoetkoming ter vermindering van de ongelijkheid tussen vreemd en eigen vermogen en tot beperking van de aftrekbaarheid van rente voor de vennootschapsbelasting (COM(2022) 216 final).

²⁶ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's - Een nieuwe Europese innovatieagenda (COM(2022) 332 final).

inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid²⁷, waarmee wordt beoogd mensenrechten- en milieuoverwegingen in de corporate governance systemen van ondernemingen te verankeren.

2. RECHTSGRONDSLAG, SUBSIDIARITEIT EN EVENREDIGHEID

• Rechtsgrondslag

Het voorstel is gebaseerd op de artikelen 114 en 50 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU).

Artikel 114 VWEU voorziet in het vaststellen van maatregelen inzake de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten die de instelling en de werking van de interne markt betreffen. Een beroep op artikel 114 is mogelijk wanneer de verschillen tussen de nationale regels de fundamentele vrijheden belemmeren of concurrentievervalsingen veroorzaken en aldus rechtstreeks van invloed zijn op de werking van de interne markt. De voorgestelde richtlijn heeft als doelstelling het wegnemen van belemmeringen voor de uitoefening van fundamentele vrijheden, zoals het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. Deze belemmeringen vloeien voort uit de uiteenlopende regels van het nationale vennootschapsrecht in de EU, in die zin dat sommige lidstaten hun ondernemingen de toegang tot de publieke markten ontzeggen via een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht. Dit beperkt hun toegang tot kapitaal en vormt een belemmering voor de totstandbrenging van een Europese interne kapitaalmarkt.

Artikel 50, lid 1, VWEU en met name artikel 50, lid 2, punt g), voorziet in de bevoegdheid van de EU om op te treden teneinde de vrijheid van vestiging voor een bepaalde activiteit te verwezenlijken, met name “door, voor zover nodig, de waarborgen te coördineren welke in de lidstaten worden verlangd van de rechtspersonen in de zin van artikel 54, lid 2, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in die rechtspersonen als van derden, teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken”. Met de voorgestelde richtlijn wordt beoogd coördinatiemaatregelen ter bescherming van de belangen van de aandeelhouders van ondernemingen en andere belanghebbenden in te voeren om de verschillen tussen de nationale regels te verminderen en de belemmeringen voor de vrijheid van vestiging te beperken.

• Subsidiariteit (bij niet-exclusieve bevoegdheid)

Volgens artikel 4 VWEU moet EU-actie voor de voltooiing van de interne markt worden getoetst aan het in artikel 5, lid 3, van het Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU) neergelegde subsidiariteitsbeginsel. Volgens het subsidiariteitsbeginsel is EU-actie slechts mogelijk als de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten alleen kunnen worden verwezenlijkt en dus een optreden op EU-niveau vereisen. Wat aandelen met meervoudig stemrecht betreft, is het onwaarschijnlijk dat de lidstaten die deze aandelenstructuur momenteel niet toestaan, hun regels in de nabije toekomst eenzijdig en zonder stimulans van buitenaf zullen wijzigen, tenzij er op EU-niveau wordt opgetreden. Dit is grotendeels toe te schrijven aan historische redenen, verzet van belanghebbenden in die landen en het feit dat het veranderen van vennootschapsrecht, dat in de loop van eeuwen is ontwikkeld, vaak moeilijk is. Elk uitstel van de invoering van deze structuur in de hele EU zou het risico inhouden dat kleinere ondernemingen financieringsmogelijkheden blijven ontberen in de lidstaten die aandelen met meervoudig stemrecht verbieden. Tot slot, zelfs als

²⁷ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake passende zorgvuldigheid in het bedrijfsleven op het gebied van duurzaamheid en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2019/1937 (COM(2022) 71 final).

de lidstaten zouden besluiten tot actie, zouden de benaderingen aanzienlijk kunnen verschillen, wat zou kunnen leiden tot verdere versnippering.

- **Evenredigheid**

De voorgestelde richtlijn heeft als doelstelling een bijdrage te leveren aan de goede werking van de interne markt en het wegnemen van belemmeringen voor de uitoefening van fundamentele vrijheden, zoals het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. Deze belemmeringen worden veroorzaakt door verschillen tussen de nationale vennootschapsrechtelijke regelingen inzake aandelenstructuur en, met name, de mogelijkheid voor een onderneming om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren. Om dit doel te bereiken, bevat het voorstel slechts minimale harmonisatievoorschriften en alleen met betrekking tot het hoofdbeginsel van de wetgeving inzake het toestaan van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, aangevuld met minimale waarborgen die nodig zijn om de belangen van minderheidsaandeelhouders en het belang van de onderneming te beschermen. Het toepassingsgebied is ook beperkt tot de mkb-groeimarkten, met name om de mkb-ondernemingen te bestrijken die het meest baat zouden hebben bij een dergelijke maatregel.

De voorgestelde richtlijn laat de lidstaten voldoende flexibiliteit om de bepalingen van het voorstel in te passen in de nationale wettelijke regeling. Zij doet dit door de regels aan te vullen met extra maatregelen, waaronder waarborgen voor de aandeelhouders en de belangen van de onderneming, mits deze aansluiten bij de doelstellingen van deze richtlijn, of door een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht toe te staan in situaties die buiten het toepassingsgebied van dit voorstel vallen. Overeenkomstig het in artikel 5 VEU neergelegde subsidiariteitsbeginsel gaat de voorgestelde richtlijn derhalve niet verder dan hetgeen nodig is om de doelstellingen ervan te verwezenlijken.

- **Keuze van het instrument**

De integratie van de Europese interne markt op het gebied van vennootschapsrecht, en met name de aandelenstructuur, kan het best worden bereikt door de wetgeving te harmoniseren via een richtlijn. Met een richtlijn worden de verschillende rechtsculturen en vennootschapsrechtelijke systemen van de lidstaten gerespecteerd en wordt voldoende flexibiliteit in het omzettingsproces ingebouwd om de gemeenschappelijke minimumnormen ten uitvoer te leggen op een wijze die verenigbaar is met die verschillende systemen.

Met een aanbeveling zou de gewenste onderlinge aanpassing niet kunnen worden bereikt op dit beleidsterrein waar grote verschillen in de bindende wetgeving van de lidstaten zijn geïdentificeerd. Bovendien zou onderlinge aanpassing via een verordening de lidstaten onvoldoende flexibiliteit bieden om zich aan te passen aan de plaatselijke omstandigheden en de EU-regels in overeenstemming te houden met het ruimere nationale vennootschapsrecht.

3. EVALUATIE, RAADPLEGING VAN BELANGHEBBENDEN EN EFFECTBEOORDELING

- **Evaluatie van bestaande wetgeving en controle van de resultaatgerichtheid ervan**

Niet van toepassing.

- **Raadpleging van belanghebbenden**

De Commissie heeft zich de afgelopen jaren bij haar voortdurende evaluaties geconcentreerd op de toegang van ondernemingen, met name mkb-ondernemingen, tot publieke markten. In het kader van het Forum op hoog niveau over de KMU, de TEGS en het KMU-actieplan 2020

werden kwesties in verband met de regelgevingslast voor ondernemingen bij toegang tot publieke markten aan de orde gesteld. De Commissie heeft ook rekening gehouden met uitgebreid onderzoek naar dit thema in het Oxera-onderzoek²⁸. Om meer bewijsmateriaal over deze kwesties te verkrijgen, werden in november 2021 een verzoek om input en een openbare en een gerichte raadpleging over de wetgeving inzake beursnotering gelanceerd. De raadplegingen duurden veertien weken (tussen 19 november 2021 en 25 februari 2022).

De Commissie heeft in april 2022 ook twee technische bijeenkomsten en workshops met belanghebbenden uit de sector georganiseerd met het oog op het verder verfijnen van de overwogen beleidsopties.

Voorts heeft de Commissie de doelstellingen van het voorstel op 15 oktober 2021, 17 mei 2022 en 30 mei 2022 voorgelegd aan de deskundigengroep van het Europees Comité voor het effectenbedrijf.

Op 17 mei 2022 is ook een bijeenkomst georganiseerd met de coördinatoren van de Commissie economische en monetaire zaken (ECON) van het Europees Parlement om de doelstellingen van het voorstel te presenteren.

Ten slotte werd op 12 september 2022 een bijeenkomst met de Company Law Expert Group (deskundigengroep vennootschapsrecht) georganiseerd.

Openbare en gerichte raadplegingen

In de openbare en gerichte raadplegingen benadrukken de respondenten dat een van de belangrijkste redenen voor de golf van hightech, snelgroeiende uitgevende instellingen die kiezen voor een beursnotering in derde landen (zoals de VS of het VK) de flexibiliteit is die deze rechtsgebieden aan uitgevende instellingen verlenen met betrekking tot aandelen met meervoudig stemrecht²⁹. Evenzo wijzen sommige respondenten³⁰ erop dat een aantal EU-ondernemingen onlangs hun statutaire zetel hebben verplaatst van landen met beperkte mogelijkheden voor de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht (bijv. Italië, Duitsland en Spanje) naar Nederland, een land dat een toelaatbare en flexibele benadering van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht heeft aangenomen³¹. Tot slot acht 64 % van de respondenten het zinvol om in het EU-recht vast te leggen dat uitgevende instellingen in de hele EU op basis van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht genoteerd kunnen worden op een EU-handelsplatform.

De meerderheid van de respondenten van de raadpleging (83 %)³² is van mening dat het gebruik van aandelen met meervoudig stemrecht, waar dit is toegestaan, daadwerkelijk meer ondernemingen aanmoedigt een beursnotering op publieke markten aan te vragen. De meeste respondenten (voornamelijk uitgevende instellingen en beurzen) die antwoordden op de vraag welk effect aandelen met meervoudig stemrecht hebben op de aantrekkelijkheid van een onderneming voor beleggers, zijn van mening dat het effect positief of neutraal is³³. Deze

²⁸ Oxera Consulting LPP, Primary and secondary equity markets in EU, eindverslag, november 2020, Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf

²⁹ Belanghebbenden die dit standpunt ondersteunen zijn onder meer investeringsbanken, verenigingen voor de effectenhandel, vertegenwoordigers van de ministeries van Financiën en verenigingen van participatiemaatschappijen.

³⁰ Dit punt wordt genoemd door twee belanghebbenden uit Nederland.

³¹ Tot nu toe zijn enkele ondernemingen naar Nederland uitgeweken om daar een notering te verkrijgen vanwege de aantrekkelijkheid van de aandelenconstructie met meervoudig stemrecht. Er zijn echter geen gegevens beschikbaar die dit bevestigen.

³² d.w.z. 34 van de 41 respondenten.

³³ 22 % (gelijk aan negen respondenten) kiest voor positief of licht positief, 29 % (gelijk aan twaalf respondenten) kiest voor neutraal, terwijl 36 % van de respondenten (gelijk aan vijftien respondenten, voornamelijk beleggers en nationale bevoegde autoriteiten) kiest voor negatief of licht negatief.

respondenten merken op dat aandelen met meervoudig stemrecht de belangstelling van beleggers niet verminderen, mits bepaalde waarborgen zijn ingebouwd, en benadrukken dat transparantie essentieel is om ervoor te zorgen dat beleggers geïnformeerde beleggingsbeslissingen kunnen nemen.

De respondenten die de aantrekkelijkheid negatief beoordelen (waaronder twee nationale bevoegde autoriteiten en enkele beleggersverenigingen) uiten hun bezorgdheid over het verdwijnen van het “één aandeel, één stem”-beginsel. Eén respondent merkt met name op dat de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht de bestaande verantwoordingsmechanismen in de wetgeving inzake corporate governance, zoals de mogelijkheid voor aandeelhouders om bestuurders te kiezen, kan ondermijnen en kan leiden tot verschansing van het bestuur. Maar zelfs onder de respondenten die de impact licht negatief of negatief inschatten, merken sommigen op dat aandelen met meervoudig stemrecht in bepaalde situaties gunstig zijn (met name voor snelgroeiende, innovatieve, door oprichters geleide ondernemingen die naar de beurs willen). Zij merken op dat bij alle voorgestelde wijzigingen een passend evenwicht moet worden gevonden. Dit evenwicht moet zorgen voor een toereikende governance-bescherming, zoals het beperken van de besluiten die met extra stemrechten kunnen worden genomen, het mogelijk maken dat door de oprichter geleide ondernemingen middelen aantrekken op de publieke markt en het handhaven van de langetermijnvisie van de oprichter voor de onderneming.

De respondenten benadrukken dan ook dat elke flexibiliteit inzake de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht moet worden benaderd op een manier die de governancestandaarden waarborgt (mogelijk via horizonclausules, bepalingen inzake niet-overdraagbaarheid, automatische annulering/omzetting bij uittreding enz.).

Aanbevelingen van de deskundigengroep

De Forum op hoog niveau over de KMU beveelt aan dat ondernemingen de keuze moeten hebben om voor een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht te kiezen wanneer zij naar de beurs gaan. De deskundigengroep merkt op dat ondernemingen met een dergelijke structuur kunnen voorkomen dat zij worden overgenomen door grotere ondernemingen, dat zij eigenaren kunnen stimuleren om te blijven groeien en dat zij kunnen bijdragen tot een langetermijnperspectief voor de onderneming, waarbij de beursnotering een aantrekkelijke financieringsoptie blijft. Zij benadrukken echter dat dit moet worden afgewogen tegen het feit dat het andere aandeelhouders verhindert hun verantwoordelijkheden op het gebied van rentmeesterschap en governance uit te oefenen.

De TESG staat volledig achter deze aanbeveling en voert aan dat de uitgevende instellingen zouden moeten beschikken over het voorrecht om al dan niet een horizonclausule of een maximale gewogen stemverhouding op te nemen.

Bijeenkomsten met belanghebbenden

De twee door de Commissie georganiseerde technische workshops voor belanghebbenden hebben geen significante input opgeleverd over het thema van aandelen met meervoudig stemrecht. Enkele belanghebbenden (beurzen) zijn duidelijk voorstander van EU-harmonisatie omdat dit de notering aantrekkelijker zou maken. Daarentegen menen andere belanghebbenden (beleggers) dat een dergelijke harmonisatie niet nodig is, maar merken zij op dat, indien een dergelijke aanpak wordt overwogen, passende waarborgen belangrijk zijn.

Bijeenkomsten met de deskundigengroep van het Europees Comité voor het effectenbedrijf

De Commissie presenteerde de in het kader van het KMU-project mogelijke koers met betrekking tot de wetgeving inzake beursnotering. De delegaties die aan het debat deelnamen, steunen in grote lijnen de doelstelling van de Commissie om de publieke markten in de EU

aantrekkelijker te maken en tegelijkertijd de bescherming van de beleggers en marktintegriteit te waarborgen. Meer bepaald tonen dertien lidstaten die het woord namen, zich bereid een minimale harmonisatie van de bepalingen inzake meervoudig stemrecht in het EU-recht te overwegen.

Bijeenkomst met de ECON-coördinatoren in het Europees Parlement

De EP-coördinatoren die aan de discussie deelnamen, verwelkomen de door de Commissie voorgestelde koers voor de wetgeving inzake beursnotering en erkennen het probleem met de publieke markten in de EU. Zij benadrukken dat de Commissie een juist evenwicht moet vinden om ervoor te zorgen dat alle ondernemingen, met name mkb-ondernemingen, toegang hebben tot de publieke markten voor financiering, en tegelijkertijd een adequate bescherming van de beleggers te waarborgen.

Bijeenkomst met de Company Law Expert Group

Een bijeenkomst van de Company Law Expert Group vond plaats om van gedachten te wisselen over de bestaande nationale aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in sommige lidstaten. Verscheidene lidstaten namen het woord om hun antwoorden op de enquête van de Commissie (juli-augustus 2022) nader toe te lichten.

• Bijeenbrengen en gebruik van expertise

De Commissie heeft een aanzienlijke hoeveelheid gegevens rechtstreeks verzameld bij effectenbeurzen, uitgevende instellingen en mkb-verenigingen. Bovendien leverde de TESG (van kracht tussen oktober 2020 en mei 2021) bewijsmateriaal en input van de markt. Voorts heeft de Commissie in november 2020 opdracht gegeven aan Oxera voor een *Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU*, waarin een zeer gedetailleerd overzicht van de markt³⁴ wordt gegeven, eveneens gestaafd met gegevens.

Eerder heeft de Commissie een onderzoek laten uitvoeren naar de eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen in beursgenoteerde ondernemingen in de EU, dat werd afgesloten met het *verslag over het evenredigheidsbeginsel in de EU* (gepubliceerd in 2007)³⁵. De conclusies van dat verslag werden onlangs bevestigd in een ander onderzoek naar de bescherming van minderheidsaandeelhouders, dat op verzoek van de Commissie werd uitgevoerd en in 2018 werd gepubliceerd.

Een effectbeoordeling werd uitgevoerd op basis van uitgebreid kwalitatief en kwantitatief bewijsmateriaal van de openbare en gerichte raadplegingen over de wetgeving inzake beursnotering: publieke kapitaalmarkten aantrekkelijker maken voor EU-ondernemingen en toegang tot kapitaal vergemakkelijken voor mkb-ondernemingen.

Anderen bronnen waren uitgebreide academische literatuur en onderzoek, met name onderzoek van rechtsgebieden waar aandelen met meervoudig stemrecht al bestaan of die onlangs

³⁴ In de *Study on Primary and Secondary Equity Markets in the EU* werd aanbevolen dat de regelgevers de beperkingen op mechanismen ter vergroting van zeggenschap (zoals aandelen met meervoudig stemrecht) zouden versoepelen om ondernemingen aan te moedigen naar de beurs te gaan zonder dat de eigenaren de zeggenschap over hun onderneming hoeven op te geven.

³⁵ In het onderzoek naar de eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen in de lidstaten wordt geconcludeerd dat geen enkel EU-rechtsgebied in de geanalyseerde steekproef heeft gekozen voor een volledig “één aandeel, één stem”-beginsel. Zelfs de lidstaten die tot op zekere hoogte formeel het “één aandeel, één stem”-beginsel hadden aangenomen, stonden verschillende mechanismen ter vergroting van zeggenschap toe, zoals bovengrenzen voor het stemrecht of prioriteitsaandelen zonder stemrecht. Deze conclusies werden vervolgens bevestigd in een onderzoek uit 2018 naar de bescherming van minderheidsaandeelhouders. Dit onderzoek bevat een afdeling over de toepassing van het “één aandeel, één stem”-beginsel in de lidstaten, waarin wordt geconcludeerd dat de nationale rechtskaders van de lidstaten dit beginsel niet als fundamenteel beschouwen.

wetgeving hebben aangenomen die dit toestaat. Er was ook uitgebreide aanvullende input van diverse brancheverenigingen.

- **Effectbeoordeling**

Dit voorstel gaat vergezeld van een effectbeoordeling die op 10 juni 2022 aan de Raad voor regelgevingstoetsing is voorgelegd. Het voorstel werd op 8 juli 2022 door de Raad voor regelgevingstoetsing – onder voorbehoud – goedgekeurd.

De Raad voor regelgevingstoetsing heeft verzocht de ontwerp-effectbeoordeling te wijzigen ter verduidelijking van: i) de afstemming en samenhang van het initiatief met betrekking tot de wetgeving inzake beursnotering met andere daarmee samenhangende initiatieven voor de kapitaalmarkten; ii) de risico's en beperkingen van de analyse en de erkenning van onbedoelde gevolgen; en iii) de verschillende meningen van verschillende categorieën van belanghebbenden over de probleemstelling, de opties en de gevolgen ervan. Met de door de Raad voor regelgevingstoetsing geformuleerde opmerkingen werd rekening gehouden en zij werden verwerkt in de definitieve versie van de effectbeoordeling.

In de effectbeoordeling worden verschillende beleidsopties geanalyseerd om noteringen op de Europese kapitaalmarkten aantrekkelijker te maken door middel van gestroomlijnde, duidelijke en flexibelere regelgevingsverplichtingen, teneinde de kosten in verband met het aantrekken van kapitaal op publieke markten voor ondernemingen van elke omvang te verlagen.

In de effectbeoordeling worden drie factoren beschreven die de problemen in verband met de drie fasen van de noteringscyclus verklaren: de pre-IPO-fase, het IPO-proces zelf en de post-IPO-fase. De factor die voor dit voorstel voor een richtlijn relevant wordt geacht, heeft betrekking op de ongelijke kansen voor EU-ondernemingen met betrekking tot de governancestructuur bij een beursnotering, als gevolg van de verschillende nationale regels inzake aandelen met meervoudig stemrecht.

De wijzigingen in de regelgeving die in de opties worden voorgesteld, kunnen niet op zichzelf een oplossing bieden voor alle uitdagingen waarmee de publieke markten in de EU te maken hebben. Samen met andere maatregelen die worden beschouwd als onderdeel van een breder plan om de toegang van ondernemingen tot de publieke kapitaalmarkten te verbeteren, zijn de wijzigingen echter bedoeld om bij te dragen tot het ombuigen van de huidige negatieve trend op de publieke markten in de EU. Zonder deze verbeteringen in de regelgeving zouden de publieke markten in de EU afhankelijk blijven van het suboptimale regelgevingskader voor noteringen, waardoor de publieke markten minder aantrekkelijk zouden worden. Dit zou leiden tot economische kosten voor uitgevende instellingen, beleggers en de economie van de EU als geheel. Het basisscenario omvat derhalve geen wijzigingen van het wetgevingskader betreffende de regels voor beursgenoteerde ondernemingen en ondernemingen die om een beursnotering verzoeken.

De verkozen beleidsoptie voor de pre-IPO-fase beoogt een minimale harmonisatie van het nationaal recht inzake de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, waarbij de lidstaten zelf kunnen bepalen hoe zij dit vormgeven. Volgens deze optie zouden de lidstaten die momenteel de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht verbieden, hun wetgeving moeten wijzigen om dergelijke governancestructuren mogelijk te maken. De optie zou geen bijkomende verregaande beperkingen opleggen aan de lidstaten die momenteel over een flexibele en goed functionerende regeling beschikken.

Deze optie zou effectief zijn om ondernemingen (die zijn gevestigd in lidstaten die momenteel de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht verbieden) ertoe aan te zetten naar de beurs te gaan. Door ervoor te zorgen dat ondernemingen met een aandelenstructuur met meervoudig

stemrecht in alle lidstaten tot de handel kunnen worden toegelaten, zou de voorkeursoptie oprichters en eigenaren van ondernemingen in staat stellen het verlies van zeggenschap, dat gewoonlijk met een beursnotering gepaard gaat, te beperken. Dit zou op zijn beurt nieuwe financieringsmogelijkheden openen voor ondernemingen die anders geen beursnotering zouden overwegen. Het zou ook aanzienlijke kostenbesparingen opleveren voor de ondernemingen die momenteel in het buitenland moeten noteren om van de flexibiliteit te kunnen profiteren. Bovendien zouden aandelen met meervoudig stemrecht de oprichters (wanneer zij eenmaal op de beurs zijn genoteerd) helpen de druk van de markt op korte termijn te vermijden en zich te concentreren op hun langetermijnvisie voor de onderneming.

Bij de voorkeursoptie zouden de lidstaten beschikken over flexibiliteit bij het vaststellen van waarborgen en voorwaarden rond aandelen met meervoudig stemrecht. Zij moeten er echter voor zorgen dat een aantal overkoepelende beginselen en minimumwaarborgen op EU-niveau worden nageleefd. Deze omvatten de noodzaak om te zorgen voor een passend evenwicht tussen de belangen van de oprichters en de bescherming van minderheidsbeleggers, alsmede de bescherming van de belangen van de onderneming. Aangezien de lidstaten bij de invoering van deze aandelenstructuur in hun nationale stelsel rekening moeten houden met de belangen van de beleggers en de belangen van de onderneming, zou deze optie de bescherming van de beleggers waarborgen. Bovendien zouden de waarborgen en voorwaarden worden toegesneden op de bijzondere kenmerken van de lokale markten en zouden de markten die reeds over een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht beschikken, hun flexibiliteit behouden.

Een andere optie (niet de voorkeursoptie) voorziet in een maximale harmonisatie van aandelen met meervoudig stemrecht door de invoering van een gedetailleerde reeks regels, onder meer betreffende waarborgen voor minderheidsbeleggers en voor de onderneming, zoals clausules ter beperking van het stemrecht, horizonclausules en clausules ter beperking van het aantal stemmen dat aan een enkel aandeel verbonden is, die alle tot doel hebben minderheidsbeleggers en de onderneming te beschermen tegen een buitensporig effect van deze aandelenstructuur. Bovendien zou het EU-recht volgens deze optie ook kunnen bepalen wie aandelen met meervoudig stemrecht kan bezitten, bij welke beslissingen de extra stemrechten in aanmerking worden genomen en onder welke voorwaarden (en of) ze aan een derde kunnen worden overgedragen. Deze optie zou vrij prescriptief zijn, aangezien alle lidstaten verplicht zouden zijn hetzelfde strikte kader toe te passen, met inbegrip van dezelfde waarborgen, waardoor lidstaten die al een goed functionerend systeem hebben, geen ruimte hebben voor flexibiliteit.

Daarom zou de voorkeursoptie niet alleen doeltreffend zijn, maar ook kostenefficiënter voor de belanghebbenden, met name uitgevende instellingen: lidstaten die reeds beschikken over een regeling inzake aandelen met meervoudig stemrecht, hoeven hun voorschriften niet te wijzigen en ondernemingen in die lidstaten hoeven geen nieuwe regeling in te voeren en bijkomende kosten te maken. Een veel prescriptievere alternatieve optie (niet de voorkeursoptie) zal waarschijnlijk leiden tot aanzienlijk hogere (aanpassings)kosten voor zowel de lidstaten als de uitgevende instellingen in de hele EU. Hoewel de algemene belangen van de beleggers en de belangen van de onderneming op EU-niveau wellicht beter gewaarborgd zijn bij de alternatieve optie, kan deze ongeschikt zijn voor sommige lidstaten, waar de beleggers geen negatieve gevolgen lijken te ondervinden van de huidige (flexibele) regelingen voor aandelen met meervoudig stemrecht.

Verwacht wordt dat het voorstel een direct economisch effect heeft doordat EU-ondernemingen meer toegang krijgen tot alternatieve financieringsbronnen. Dit zal waarschijnlijk leiden tot meer stimulansen voor uitgevende instellingen om in andere lidstaten, waar deze structuur niet is toegestaan, op publieke markten te noteren. In

combinatie met andere stimulerende maatregelen kan dit ertoe leiden dat er in de EU in het algemeen meer publieke uitgaven plaatsvinden, wat in het algemeen bijdraagt tot de groei van de Europese kapitaalmarkten.

Wat de milieueffecten betreft, met inbegrip van het beginsel “geen ernstige afbreuk doen” en de controles voor klimaatconsistentie, wordt verwacht dat dit voorstel een indirect positief milieueffect heeft, aangezien ondernemingen die financiering van publieke markten ontvangen, zich kunnen bezighouden met de ontwikkeling en innovatie van nieuwe milieuvriendelijke technologieën. Bovendien moet met de invoering van de specifieke waarborgen worden voorkomen dat de onderneming te maken krijgt met besluiten die nadelige gevolgen kunnen hebben voor de mensenrechten, het klimaat en het milieu. Dit voorstel zou ook bevorderlijk zijn voor de ontwikkeling van meer open en meer concurrerende kapitaalmarkten, hetgeen met name ten goede komt aan sneller groeiende ondernemingen in innovatieve en onderzoeksintensieve sectoren met doorgaans grotere kapitaalbehoeften. Met een betere toegang tot financiering kunnen deze ondernemingen sneller groeien en meer financiële middelen uittrekken voor O&O-programma's die kunnen bijdragen aan de Europese Green Deal-doelstellingen.

Het voorstel kan leiden tot een indirect positief sociaal effect, mits de voorkeursoptie de doelstelling verwezenlijkt om bij te dragen tot een betere toegang van ondernemingen tot de publieke markten, waardoor zij voortaan kunnen profiteren van een meer gediversifieerde en grotere pool van financieringsbronnen, hetgeen hen in staat zou stellen aan sociale innovatie te doen en meer mensen in dienst te nemen. Aangezien het initiatief met name gericht is op mkb-ondernemingen (en sommige maatregelen rechtstreeks op mkb-ondernemingen gericht zijn), is het (indirecte) effect op de werkgelegenheid waarschijnlijk bijzonder relevant. Mkb-ondernemingen in de EU bieden momenteel werk aan ongeveer 100 miljoen mensen, zijn goed voor meer dan de helft van het bbp van de EU en spelen een sleutelrol bij het toevoegen van waarde in elke sector van de economie³⁶. Belangrijk is dat zij samen goed zijn voor 99,8 % van de EU-ondernemingen³⁷. Dankzij een beter toegesneden en ruimere toegang tot financiering kunnen deze ondernemingen nu sneller groeien, met positieve gevolgen voor de werkgelegenheid in de hele EU. Als zodanig wordt verwacht dat de maatregelen, als onderdeel van een breder pakket om de toegang van mkb-ondernemingen tot kapitaalmarktfinanciering te vergemakkelijken, zullen zorgen voor een positief effect op de Europese arbeidsmarkt en zullen bijdragen tot de economische cohesie.

Dit voorstel heeft waarschijnlijk een indirect positief effect op de digitalisering, aangezien het bredere en meer gediversifieerde financieringsbronnen biedt voor kapitaalintensieve projecten en ondernemingen, waaronder die op het gebied van digitalisering en innovatie.

In de effectbeoordeling is vastgesteld dat het voorgestelde “pakket” maatregelen bijdraagt tot de overkoepelende KMU-doelstelling inzake het vergemakkelijken van de toegang tot kapitaalmarkten voor ondernemingen. Dit pakket maatregelen ondersteunt de op de Europese handelsplatformen genoteerde ondernemingen door hun administratieve lasten te beperken en te zorgen voor een betere liquiditeit. In de effectbeoordeling wordt echter ook onderstreept dat de regelgevende maatregelen van dit initiatief op zich niet noodzakelijk zouden leiden tot een toename van het aantal beursnoteringen in de EU, wat van veel verschillende factoren afhangt.

³⁶ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's – Een kmo-strategie voor een duurzaam en digitaal Europa, blz. 1 (COM(2020) 103 final).

³⁷ Eurostat, kerncijfers 2018 (europa.eu).

- **Resultaatgerichtheid en vereenvoudiging**

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.

- **Grondrechten**

Dit voorstel is opgesteld met inachtneming van de grondrechten en fundamentele vrijheden die zijn vastgelegd in het Handvest van de grondrechten van de Europese Unie. Het vrije verkeer van personen, diensten en vestiging, dat een van de door het Verdrag betreffende de Europese Unie en het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie beschermde grondrechten en vrijheden vormt, is relevant voor dit initiatief.

Het voorstel heeft betrekking op het recht op privacy en de bescherming van persoonsgegevens van bepaalde aandeelhouders en personen die stemrecht uitoefenen in de onderneming, alsook van houders van effecten met bijzondere zeggenschapsrechten. Met de bepaling dat de identiteit van deze aandeelhouders en personen moet worden openbaargemaakt, wordt beoogd het beleggersvertrouwen te versterken en het nemen van geïnformeerde beleggingsbeslissingen te vergemakkelijken, wat ten goede komt van zowel de bescherming van de beleggers als de marktefficiëntie. Aangezien de belegger een particulier kan zijn, moet deze informatie publiekelijk beschikbaar zijn. De bepaling gaat niet verder dan wat nodig is om de belangen van beleggers te beschermen, geïnformeerde beslissingen te nemen en het vertrouwen van de beleggers te garanderen. Voorts vereist het voorstel de openbaarmaking van persoonsgegevens alleen met betrekking tot de aandeelhouders en personen die beschikken over aanzienlijke beslissingsbevoegdheid of anderszins zeggenschapsrechten in de onderneming kunnen uitoefenen. Zonder deze openbaarmaking zouden beleggers niet in staat zijn geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen.

4. GEVOLGEN VOOR DE BEGROTING

Er wordt niet verwacht dat dit initiatief noemenswaardige gevolgen heeft voor de EU-begroting.

5. OVERIGE ELEMENTEN

- **Uitvoeringsplanning en regelingen betreffende controle, evaluatie en rapportage**

Vijf jaar na de tenuitvoerlegging van de maatregel is een evaluatie gepland overeenkomstig de richtsnoeren voor betere regelgeving van de Commissie. De doelstelling van de evaluatie is onder meer na te gaan hoe effectief en efficiënt de richtlijn qua verwezenlijking van de beleidsdoelstellingen is geweest en te beslissen of nieuwe maatregelen of wijzigingen noodzakelijk zijn. De lidstaten verstrekken de Commissie de informatie die nodig is voor het opstellen van die evaluatie.

- **Artikelsgewijze toelichting**

In artikel 1 wordt het onderwerp uiteengezet. Met name in artikel 1 wordt bepaald dat deze richtlijn alleen betrekking heeft op het invoeren van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht door ondernemingen die voor het eerst om een notering op een mkb-groeimarkt in een of meer lidstaten verzoeken.

Artikel 2 bevat de in deze richtlijn gebruikte definities, waaronder “onderneming”, “aandelenstructuur met meervoudig stemrecht”, “aandelen met meervoudig stemrecht” en “mkb-groeimarkt”.

In artikel 3 wordt verduidelijkt dat deze richtlijn een minimale harmonisatierichtlijn is en dat de lidstaten nationale bepalingen kunnen aannemen of handhaven die ondernemingen toestaan een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren in situaties die niet onder deze richtlijn vallen.

Artikel 4 bevat het beginsel dat de lidstaten ervoor moeten zorgen dat ondernemingen een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht kunnen invoeren wanneer zij voor het eerst om de toelating van hun aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt verzoeken. Artikel 4 zorgt er ook voor dat de lidstaten de ondernemingen de ruimte laten om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren voordat zij om de toelating van hun aandelen tot de handel verzoeken. In die gevallen kunnen de lidstaten bepalen dat het aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkt stemrecht pas na de toelating tot de handel kan worden gebruikt.

Op grond van artikel 5 zijn de lidstaten verplicht de billijke en gelijke behandeling van aandeelhouders te waarborgen en de belangen van de onderneming en van de aandeelhouders die niet over aandelen met meervoudig stemrecht beschikken, adequaat te beschermen door passende waarborgen in te voeren. Daartoe voorziet artikel 5 in een minimumniveau van harmonisatie met betrekking tot de waarborgen door de lidstaten te verplichten bepaalde in het artikel opgesomde waarborgen op te nemen. In artikel 5 worden ook aanvullende waarborgen genoemd die de lidstaten daartoe kunnen overwegen.

Artikel 6 bevat openbaarmakingsvereisten voor ondernemingen die een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht hebben ingevoerd, die van toepassing is zowel op het moment van toelating van de aandelen van de onderneming tot de handel als daarna periodiek op jaarbasis. Dit omvat informatie over de structuur van het aandelenkapitaal van de onderneming, de kenmerken van de aandelen met meervoudig stemrecht en de aanwezigheid van andere mechanismen ter vergroting van zeggenschap in de onderneming.

Artikel 7 bevat bepalingen over de herziening van deze richtlijn.

Artikel 8 bevat bepalingen over de omzetting van de richtlijn.

Artikel 9 bevat de datum van inwerkingtreding van deze richtlijn.

Artikel 10 vermeldt de adressaten van deze richtlijn.

Voorstel voor een

RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een mkb-groeimarkt verzoeken

(Voor de EER relevante tekst)

HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE,

Gezien het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, en met name artikel 50, lid 1, en artikel 50, lid 2, punt g) en artikel 114,

Gezien het voorstel van de Europese Commissie,

Na toezending van het ontwerp van wetgevingshandeling aan de nationale parlementen,

Gezien het advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité³⁸,

Handelend volgens de gewone wetgevingsprocedure,

Overwegende hetgeen volgt:

- 1) Om de aantrekkelijkheid van de mkb-groeimarkten te vergroten en de ongelijkheid voor ondernemingen die om de toelating tot de handel op de interne markt verzoeken, te verminderen, moeten de belemmeringen voor de toegang tot dergelijke markten die het gevolg zijn van regelgevingsbarrières, worden aangepakt. Ondernemingen moeten in staat zijn de governancestructuur te kiezen die het best bij hun ontwikkelingsfase past, onder meer door meerderheidsaandeelhouders van die ondernemingen in staat te stellen de zeggenschap over de onderneming te behouden nadat zij zijn toegelaten tot de mkb-groeimarkten en tegelijkertijd te kunnen profiteren van de voordelen die verbonden zijn aan de handel op die markten, zolang de rechten van minderheidsaandeelhouders gewaarborgd blijven.
- 2) De angst om de zeggenschap over een onderneming te verliezen is een van de belangrijkste factoren die meerderheidsaandeelhouders ervan weerhouden toegang te verkrijgen tot mkb-groeimarkten. Toelating tot de handel betekent meestal verwatering van de eigendom voor meerderheidsaandeelhouders, waardoor hun invloed op belangrijke investerings- en operationele beslissingen in de onderneming afneemt. Het behoud van de zeggenschap over de onderneming kan met name belangrijk zijn voor startende ondernemingen en ondernemingen met langetermijnprojecten die aanzienlijke aanloopkosten met zich meebrengen, omdat zij hun visie willen nastreven zonder al te zeer blootgesteld te worden aan marktschommelingen.
- 3) De aandelenstructuur met meervoudig stemrecht is een doeltreffend mechanisme om meerderheidsaandeelhouders in staat te stellen de beslissingsbevoegdheid in een onderneming te behouden en tegelijkertijd middelen aan te trekken bij het publiek. De aandelenstructuur met meervoudig stemrecht is een mechanisme ter vergroting van

³⁸ PB C [...] van [...], blz. [...]

zeggenschap waarbij ten minste twee verschillende soorten aandelen met een verschillend aantal stemrechten betrokken zijn. Bij een dergelijke structuur heeft ten minste één van de aandelenklassen een lagere stemwaarde dan een andere aandelenklasse (of -klassen) met stemrecht. Het aandeel met het hoogste aantal stemmen is een aandeel met meervoudig stemrecht.

- 4) Er zijn andere mechanismen ter vergroting van zeggenschap die een hefboomwerking van de stemrechten mogelijk maken, afgezien van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht. Dergelijke mechanismen kunnen bestaan uit aandelen zonder stemrecht, prioriteitsaandelen zonder stemrecht en bovengrenzen voor het stemrecht. Deze alternatieve mechanismen ter vergroting van zeggenschap zijn echter strikter van opzet en kunnen de hoeveelheid kapitaal beperken die een onderneming kan aantrekken op het moment dat zij tot de handel op de mkb-groeimarkten wordt toegelaten, vanwege de geringere scheiding tussen economische en stemrechten.
- 5) Net als aandelen met meervoudig stemrecht kennen loyaliteitsaandelen een hoger stemrecht toe aan een aandeelhouder. Een aandeelhouder kan extra stemrechten verkrijgen die verbonden zijn aan loyaliteitsaandelen als hij het aandeel gedurende de aangewezen tijd aanhoudt en aan bepaalde voorwaarden voldoet. Loyaliteitsaandelen zijn mechanismen ter vergroting van zeggenschap die bedoeld zijn om een stabielere, op de lange termijn gericht aandeelhouderschap onder aandeelhouders te bevorderen en niet zozeer om het aantrekken van middelen bij het publiek aantrekkelijker te maken. Bijgevolg behoeven loyaliteitsaandelen niet in deze richtlijn te worden opgenomen.
- 6) Er bestaan aanzienlijke verschillen tussen de nationale bepalingen inzake aandelen met meervoudig stemrecht in de lidstaten. In sommige lidstaten is een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht toegestaan, terwijl ze in andere lidstaten verboden is. In sommige lidstaten is het verbod op aandelen met meervoudig stemrecht beperkt tot publieke ondernemingen, terwijl het in andere lidstaten voor alle ondernemingen geldt. De verschillen tussen de nationale regelingen werpen belemmeringen op voor het vrije verkeer van kapitaal binnen de interne markt. Bovendien zorgt de versnippering van de regelgeving voor een ongelijk speelveld voor ondernemingen in de verschillende lidstaten. Ondernemingen in een lidstaat die een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht verbiedt, moeten naar een andere lidstaat of zelfs buiten de Unie uitwijken als zij toelating tot de handel in aandelen met meervoudig stemrecht willen aanvragen en krijgen dus te maken met hogere kosten. In sommige gevallen kunnen ondernemingen vanwege die hogere kosten besluiten ervan af te zien middelen aan te trekken bij het publiek, wat hun financieringsmogelijkheden kan beperken. Dergelijke overwegingen zijn met name relevant voor mkb- en startende ondernemingen die niet over de financiële middelen beschikken om deze kosten te dekken.
- 7) De lidstaten moeten ondernemingen de mogelijkheid bieden een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren, zodat zij om de toelating tot de handel op een mkb-groeimarkt kunnen verzoeken zonder dat hun meerderheidsaandeelhouders hun zeggenschap hoeven op te geven. De toelating tot de handel op gereguleerde markten is geschikter voor grotere en meer volwassen ondernemingen; mkb-groeimarkten zijn daarentegen over het algemeen geschikter voor mkb-ondernemingen. De mkb-groeimarkten waren oorspronkelijk bedoeld als specifieke handelsplatformen voor mkb-ondernemingen met een regelgeving die rekening houdt met de specifieke kenmerken van mkb-ondernemingen. Niet alle ondernemingen met effecten die op mkb-groeimarkten zijn genoteerd, zijn echter mkb-ondernemingen. In

Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad³⁹ is bepaald dat ten minste 50 % van de uitgevende instellingen van financiële instrumenten die tot de handel op mkb-groeimarkten zijn toegelaten, bestaat uit mkb-ondernemingen. Ondernemingen die geen mkb-onderneming zijn, beschikken doorgaans over meer liquide effecten en daarom kunnen de mkb-groeimarkten door hun opname hogere handelsvergoedingen genereren om de winstgevendheid van hun bedrijfsmodel te handhaven. Om echter duidelijkheid te scheppen voor beleggers, gelden momenteel dezelfde regels voor alle uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten, ongeacht hun omvang. Het is daarom passend dat de invoering van het recht om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht toe te passen, geldt voor alle ondernemingen die voor het eerst om de toelating van hun aandelen tot een mkb-groeimarkt verzoeken.

- 8) De lidstaten moeten nationale bepalingen kunnen invoeren of handhaven die ondernemingen toestaan een dergelijke structuur in te voeren voor andere doeleinden dan de eerste toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt. Dit houdt onder meer in dat ondernemingen aandelen met meervoudig stemrecht kunnen invoeren wanneer zij reeds tot de handel zijn toegelaten, wanneer zij om de toelating verzoeken tot een multilaterale handelsfaciliteit die niet als mkb-groeimarkt of op een gereguleerde markt is geregistreerd, of dat particuliere ondernemingen aandelen met meervoudig stemrecht kunnen invoeren, ongeacht of zij voornemens zijn om de toelating tot de handel van hun aandelen te verzoeken. Dit kan ook gevallen omvatten waarin ondernemingen overgaan van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt, waarbij zij aandelen met meervoudig stemrecht behouden.
- 9) Ondernemingen kunnen een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht invoeren via een nieuwe uitgifte van aandelen of via een ander soort bedrijfstransactie, zoals de conversie van reeds uitgegeven aandelen. Ondernemingen moeten beschikken over de flexibiliteit om het meest geschikte type bedrijfstransactie te kiezen om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren in overeenstemming met het nationaal recht. Voorts moeten ondernemingen ook beschikken over de flexibiliteit met betrekking tot de timing van de invoering van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, op voorwaarde dat zij dit doen om een eerste toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt aan te vragen. De lidstaten mogen ondernemingen niet beletten een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren op een tijdstip dat voorafgaat aan de toelating van de aandelen tot de handel. De lidstaten moeten echter kunnen bepalen dat de uitoefening van het versterkt stemrecht, dat in vergelijking met het stemrecht op aandelen van andere categorieën extra stemrechten voor aandelen met meervoudig stemrecht inhoudt, afhankelijk is van de toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt in een of meer lidstaten. In dat geval en tot aan de toelating tot de handel, moeten aandelen met meervoudig stemrecht beschikken over dezelfde stemrechten als andere soorten aandelen van de onderneming. Dat zou ervoor zorgen dat aandelen met meervoudig stemrecht specifiek een eerste toelating tot de handel op mkb-groeimarkten bevorderen.
- 10) Door de verminderde stemkracht van minderheidsaandeelhouders in de onderneming in verhouding tot hun investeringen, kan een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht meerderheidsaandeelhouders in die onderneming eeuwigdurende

³⁹ 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 (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

zeggenschap verschaffen en aldus leiden tot verschansing van meerderheidsaandeelhouders. Dat kan het risico vergroten dat meerderheidsaandeelhouders particuliere voordelen uit de zeggenschap verkrijgen. Om deze risico's aan te pakken, moet het invoeren van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht worden onderworpen aan waarborgen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders.

- 11) De lidstaten die aandelen met meervoudig stemrecht toestaan, voorzien in waarborgen ter bescherming van minderheidsaandeelhouders en van de belangen van de onderneming. De bestaande waarborgen verschillen echter per lidstaat als gevolg van specifieke nationale kenmerken en uiteenlopende vennootschapsrechtelijke systemen. Gezien de doelstellingen van de interne markt, zoals met name uiteengezet in artikel 50, lid 2, punt g), van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, moeten de lidstaten in hun nationaal recht inzake de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht zorgen voor een gecoördineerde aanpak met betrekking tot de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders en van de onderneming. Dit omvat bescherming tegen besluiten die risico's inhouden voor of resulteren in negatieve gevolgen voor de mensenrechten, de klimaatverandering en het milieu. In het kader van die gecoördineerde aanpak moeten alle lidstaten ervoor zorgen dat elk besluit om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren, of om die structuur te wijzigen wanneer dat gevolgen heeft voor de stemrechten, wordt genomen met gekwalificeerde meerderheid van stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders. Voorts dienen de lidstaten het stemgewicht van aandelen met meervoudig stemrecht te beperken door beperkingen op te leggen aan hetzij de opzet van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht, hetzij de uitoefening van de aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden stemrechten voor de aanneming van bepaalde besluiten. De beperking van de uitoefening van het stemrecht kan ten uitvoer worden gelegd door te bepalen dat voor een goedkeuring met gekwalificeerde meerderheid zowel een gekwalificeerde meerderheid van de op de algemene vergadering van aandeelhouders uitgebrachte stemmen als van het op de algemene vergadering van aandeelhouders vertegenwoordigde aandelenkapitaal vereist is.
- 12) De lidstaten moeten de vrijheid krijgen om waar nodig aanvullende waarborgen in te voeren om de belangen van minderheidsaandeelhouders en het belang van de onderneming afdoende te beschermen. De lidstaten moeten de wenselijkheid van aanvullende waarborgen beoordelen in het licht van de doeltreffendheid ervan voor de bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders en van de onderneming, en er tegelijkertijd voor zorgen dat deze waarborgen het doel van de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht niet ondermijnen, namelijk de mogelijkheid voor de meerderheidsaandeelhouders van een onderneming om invloed uit te oefenen op belangrijke beslissingen, waaronder de benoeming van bestuurders.
- 13) De openbaarmaking van nauwkeurige, volledige en tijdige informatie over uitgevende instellingen versterkt het vertrouwen van beleggers en maakt het mogelijk geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen. Een dergelijke geïnformeerde beleggingsbeslissing komt ten goede aan zowel de bescherming van de belegger als de marktefficiëntie. De lidstaten dienen derhalve van ondernemingen met een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht te verlangen dat zij gedetailleerde informatie over hun aandelenstructuur en corporate governancesysteem publiceren op het tijdstip van de toelating tot de handel, alsook periodiek in het jaarlijks financieel verslag. In deze informatie moet worden vermeld of er beperkingen gelden voor het houden van effecten en of voor een overdracht van effecten de goedkeuring vereist is

van de onderneming of van andere houders van effecten. Ook moet worden vermeld of er beperkingen op het stemrecht zijn, zoals beperkingen van het stemrecht voor houders van een bepaald percentage of aantal stemmen, termijnen voor de uitoefening van het stemrecht of systemen waarbij de aan effecten verbonden financiële rechten worden gescheiden van het houden van effecten. Voorts moeten deze ondernemingen de identiteit openbaar maken van de houders van aandelen met meervoudig stemrecht, alsmede van de natuurlijke personen die gemachtigd zijn om namens hen stemrecht uit te oefenen en van de personen die bijzondere zeggenschapsrechten uitoefenen, teneinde de beleggers, als particulieren, transparantie te verschaffen over de uiteindelijke eigendom en de feitelijke invloed op de onderneming. Dit zou beleggers in staat stellen geïnformeerde beslissingen te nemen en zo hun vertrouwen in goed functionerende kapitaalmarkten versterken.

- 14) Daar de doelstellingen van deze richtlijn, namelijk het vergroten van de financieringsmogelijkheden voor ondernemingen en het aantrekkelijker maken van mkb-groeimarkten, niet voldoende en tijdig door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt, maar wegens de omvang en de gevolgen van de maatregelen doeltreffender en sneller door de Unie kunnen worden verwezenlijkt, kan de Unie maatregelen nemen overeenkomstig het in artikel 5 van het Verdrag betreffende de Europese Unie neergelegde subsidiariteitsbeginsel. Overeenkomstig het in hetzelfde artikel neergelegde evenredigheidsbeginsel gaat deze richtlijn niet verder dan nodig is om deze doelstellingen te verwezenlijken.
- 15) Gezien de marktontwikkelingen en de ontwikkelingen op andere gebieden van het recht van de Unie of de ervaringen van de lidstaten met de uitvoering van deze richtlijn, moet de Commissie deze richtlijn vijf jaar na de datum van omzetting opnieuw bezien.
- 16) Overeenkomstig de gezamenlijke politieke verklaring van 28 september 2011 van de lidstaten en de Commissie over toelichtende stukken⁴⁰, hebben de lidstaten zich ertoe verbonden om in gerechtvaardigde gevallen de kennisgeving van hun omzettingsmaatregelen vergezeld te doen gaan van één of meer stukken waarin het verband tussen de onderdelen van een richtlijn en de overeenkomstige delen van de nationale omzettingsinstrumenten wordt toegelicht. Met betrekking tot deze richtlijn acht de wetgever de toezending van die stukken gerechtvaardigd.
- 17) De Europese Toezichthouder voor gegevensbescherming is geraadpleegd overeenkomstig artikel 42, lid 1, van Verordening (EU) 2018/1725 van het Europees Parlement en de Raad⁴¹ en heeft op [XX XX 2022/2023] een advies uitgebracht⁴²

HEBBEN DE VOLGENDE RICHTLIJN VASTGESTELD:

Artikel 1

Onderwerp

⁴⁰ PB C 369 van 17.12.2011, blz. 14.

⁴¹ 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).

⁴² [PB: voetnoot toevoegen zodra deze beschikbaar is].

In deze richtlijn worden gemeenschappelijke regels vastgesteld voor de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om toelating van hun aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt in een of meer lidstaten verzoeken en waarvan de aandelen nog niet tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten.

Artikel 2

Definities

Voor de toepassing van deze richtlijn wordt verstaan onder:

- a) “onderneming”: een rechtspersoon die is opgericht als een van de in bijlage I bij Richtlijn (EU) 2017/1132 genoemde vennootschapsvormen;
- b) “aandelen met meervoudig stemrecht”: aandelen die behoren tot een specifieke en afzonderlijke categorie en waaraan een hoger stemrecht is verbonden dan aan een andere categorie aandelen met stemrecht ten aanzien van kwesties waarover in de algemene vergadering van aandeelhouders moet worden beslist;
- c) “aandelenstructuur met meervoudig stemrecht”: de aandelenstructuur van een onderneming die ten minste één categorie aandelen met meervoudig stemrecht bevat;
- d) “handelsplatform”: een handelsplatform in de zin van artikel 4, lid 1, punt 24, van Richtlijn 2014/65/EU;
- e) “mkb-groeimarkt”: een mkb-groeimarkt als omschreven in artikel 4, lid 1, punt 12, van Richtlijn 2014/65/EU;
- f) “gewogen stemverhouding”: de verhouding tussen de stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht en de stemmen verbonden aan aandelen met het minste stemrecht.

Artikel 3

Invoering of handhaving van nationale bepalingen inzake aandelen met meervoudig stemrecht

De lidstaten kunnen nationale bepalingen invoeren of handhaven op grond waarvan ondernemingen een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht kunnen invoeren in situaties die niet onder deze richtlijn vallen.

Artikel 4

Invoering van aandelenstructuur met meervoudig stemrecht

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat ondernemingen waarvan de aandelen niet tot de handel op een handelsplatform zijn toegelaten, beschikken over het recht om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren voor de toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt in een of meer lidstaten. De lidstaten mogen de toelating tot de handel van aandelen van een onderneming op een mkb-groeimarkt niet beletten op grond van het feit dat de onderneming een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht heeft ingevoerd.
2. Het in lid 1 bedoelde recht omvat het recht om tijdig vóór het verzoek om toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren.

3. De lidstaten kunnen de uitoefening van het aan de aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkt stemrecht afhankelijk stellen van de toelating van aandelen tot de handel op een mkb-groeimarkt in een of meer lidstaten.

Artikel 5

Waarborgen voor een eerlijke en niet-discriminerende behandeling van aandeelhouders van een onderneming

1. De lidstaten zorgen er door middel van passende waarborgen voor dat de aandeelhouders eerlijk en niet-discriminerend worden behandeld en dat de belangen van de aandeelhouders die niet over aandelen met meervoudig stemrecht beschikken, alsook van de onderneming, op passende wijze worden beschermd. Daartoe zorgen de lidstaten ervoor dat:
 - a) de beslissing van een onderneming om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren en elke latere beslissing tot wijziging van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht die van invloed is op de stemrechten, worden genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders van die onderneming en worden goedgekeurd met een gekwalificeerde meerderheid als omschreven in het nationaal recht.

Voor de toepassing van dit punt wordt, wanneer er sprake is van verschillende aandelencategorieën, over dergelijke beslissingen ook afzonderlijk gestemd voor elke categorie aandeelhouders wier rechten worden aangetast;
 - b) het stemgewicht van aandelen met meervoudig stemrecht bij de uitoefening van andere aandeelhoudersrechten wordt beperkt, met name tijdens algemene vergaderingen, door een van de volgende maatregelen in te voeren:
 - i) een maximale gewogen stemverhouding en een vereiste inzake het maximumpercentage van het uitstaande aandelenkapitaal dat vertegenwoordigd mag worden door het totale aantal aandelen met meervoudig stemrecht;
 - ii) een beperking van de uitoefening van het versterkt stemrecht verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht voor stemmingen over aangelegenheden waarover op de algemene vergadering van aandeelhouders moet worden beslist en die moeten worden goedgekeurd door een gekwalificeerde meerderheid.
2. De lidstaten kunnen verdere waarborgen bieden voor een adequate bescherming van de aandeelhouders en van de belangen van de onderneming. Deze waarborgen kunnen met name bestaan uit:
 - a) een bepaling om te voorkomen dat het versterkt stemrecht verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht wordt overgedragen aan derden of blijft bestaan bij overlijden, arbeidsongeschiktheid of pensionering van de oorspronkelijke houder van aandelen met meervoudig stemrecht (horizonclausule op basis van overdracht);
 - b) een bepaling om te voorkomen dat het versterkt stemrecht verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht na een bepaalde periode blijft bestaan (horizonclausule op basis van tijd);

- c) een bepaling om te voorkomen dat het versterkt stemrecht verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht blijft bestaan wanneer zich een bepaalde gebeurtenis voordoet (horizonclausule op basis van een gebeurtenis);
- d) een vereiste om ervoor te zorgen dat het versterkt stemrecht niet kan worden gebruikt om de aanneming te blokkeren van besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders die ten doel hebben negatieve gevolgen voor de mensenrechten en het milieu in verband met de activiteiten van de onderneming te voorkomen, te beperken of weg te nemen.

Artikel 6

Transparantie

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat ondernemingen met een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht waarvan de aandelen worden verhandeld of zullen worden verhandeld op een mkb-groeimarkt, in het [EU-groei-emissiedocument als bedoeld in artikel 15 bis] van Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad⁴³ of in het toelatingsdocument als bedoeld in artikel 33, lid 3, punt c), van Richtlijn (EU) 2014/65/EU en in het financieel jaarverslag van de vennootschap als bedoeld in artikel 78, lid 2, punt g), van Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie⁴⁴, gedetailleerde informatie openbaar maken over al het volgende:
 - a) de kapitaalstructuur (met inbegrip van effecten die niet tot de handel op een mkb-groeimarkt in een lidstaat zijn toegelaten), met vermelding van de verschillende aandelencategorieën en, voor elke aandelencategorie, de rechten en plichten die aan die categorie verbonden zijn en het percentage van het totale aandelenkapitaal en de totale stemrechten dat die categorie vertegenwoordigt;
 - b) alle beperkingen op de overdracht van effecten, met inbegrip van eventuele overeenkomsten tussen aandeelhouders die bij de onderneming bekend zijn en die kunnen leiden tot beperkingen op de overdracht van effecten;
 - c) de identiteit van houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn en een beschrijving van deze rechten;
 - d) alle beperkingen op stemrechten, met inbegrip van eventuele overeenkomsten tussen aandeelhouders die bij de onderneming bekend zijn en die kunnen leiden tot beperkingen op stemrechten;
 - e) de identiteit van de houders van aandelen met meervoudig stemrecht en van de natuurlijke persoon of rechtspersoon die gemachtigd is om in voorkomend geval namens deze aandeelhouders stemrechten uit te oefenen.
2. Wanneer de houders van aandelen met meervoudig stemrecht of de personen die gerechtigd zijn om namens hen stemrechten uit te oefenen of de houders van effecten

⁴³ 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 (PB L 168 van 30.6.2017, blz. 12)

⁴⁴ 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).

met bijzondere zeggenschapsrechten natuurlijke personen zijn, is voor de openbaarmaking van hun identiteit alleen de openbaarmaking van hun naam vereist.

Artikel 7

Evaluatie

Uiterlijk op [vijf jaar na de inwerkingtreding] dient de Commissie bij het Europees Parlement en de Raad een verslag in over de uitvoering en de gevolgen van deze richtlijn. Daartoe verstrekken de lidstaten de Commissie uiterlijk op [vier jaar na de inwerkingtreding] informatie over met name het volgende:

- a) het aantal tot de handel toegelaten ondernemingen met aandelen met meervoudig stemrecht;
- b) de sector waarin de in punt a) bedoelde ondernemingen actief zijn en de respectieve kapitalisatie op het ogenblik van de uitgifte;
- c) de door de in punt a) bedoelde ondernemingen toegepaste waarborg ter bescherming van de beleggers met betrekking tot de aandelenstructuur met meervoudig stemrecht.

Artikel 8

Omzetting

1. De lidstaten doen de nodige wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in werking treden om uiterlijk twee jaar na de datum van inwerkingtreding van deze richtlijn aan deze richtlijn te voldoen. Zij stellen de Commissie daarvan onmiddellijk in kennis. Wanneer de lidstaten die bepalingen vaststellen, wordt in de bepalingen zelf of bij de officiële bekendmaking ervan naar deze richtlijn verwezen. De regels voor die verwijzing worden vastgesteld door de lidstaten.
2. De lidstaten delen de Commissie de tekst van de belangrijkste bepalingen van intern recht mee die zij op het onder deze richtlijn vallende gebied vaststellen.

Artikel 9

Inwerkingtreding

Deze richtlijn treedt in werking op de twintigste dag volgend op die van de bekendmaking ervan in het *Publicatieblad van de Europese Unie*.

Artikel 10

Adressaten

Deze richtlijn is gericht tot de lidstaten.

Gedaan te Brussel,

Voor het Europees Parlement
De voorzitter
[...]

Voor de Raad
De voorzitter
[...]