

Omzetting van Richtlijn 2024/2810: een coherent voorstel tot invoering van meervoudig stemrecht voor vennootschappen die zijn genoteerd of die hebben verzocht om notering op een MTF of gereguleerde markt

Samenvatting

1. Deze nota formuleert een coherent geheel van voorstellen tot wijziging van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (verder “WVV”) en de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen (verder “Overnamewet”) met het oog op de invoering van meervoudig stemrecht voor vennootschappen die zijn genoteerd of die om notering op een MTF of gereguleerde markt hebben verzocht. De nota werd opgesteld door een werkgroep in de schoot van het Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht / Centre belge du droit des sociétés (BCV-CDS)¹, bestaande uit (in alfabetische volgorde) Carl Clottens, Steven Declercq, Jeroen Delvoie, Stijn Deschepper, Thierry L’Homme, Theo Monnens, Michiel Stuyts, Tom Vos en Marieke Wyckaert. De voorstellen hieronder vertegenwoordigen de consensus tussen de persoonlijke standpunten van de verschillende leden van de werkgroep.

De aanleiding tot deze denkoefening is de MVS Richtlijn², die België verplicht tot invoering van een facultatief meervoudig stemrecht voor vennootschappen die verzoeken om een notering op een MTF. De werkgroep stelt echter een bredere hervorming voor: meervoudig stemrecht wordt ook toegelaten in reeds genoteerde vennootschappen, en zowel op een MTF als op een gereguleerde markt (wijzigingen aan artikel 7:52 WVV (voor de NV) en artikel 5:2 WVV (voor de BV)). Een aantal andere wijzigingen die worden voorgesteld voor de NV moet ook worden ingevoerd voor de BV, maar omwille van de leesbaarheid van de voorstellen worden deze aanpassingen voor de BV in deze nota achterwege gelaten.

2. De omzetting van de MVS Richtlijn noopt tot bepaalde keuzes, die de nota telkens motiveert. Om tot een coherent geheel te komen dat aandeelhouders afdoende beschermt, worden ook enkele wijzigingen voorgesteld in andere bepalingen. Zo wordt voorgesteld om de meerderheid voor invoering van het loyauteitsstemrecht (artikel 7:53 WVV) te wijzigen in de gebruikelijke drie vierde-meerderheid. Daarnaast wordt een cumulverbod van loyauteitsstemrecht en “gewoon” meervoudig stemrecht voorgesteld, alsmede een strakker wettelijk keurslijf voor het loyauteitsstemrecht.

Omdat de invoering van aandelen met meervoudig stemrecht tot soortvorming leidt, worden ook beperkte wijzigingen voorgesteld aan de procedure voor de wijziging van soortrechten (artikel 7:155 WVV). Zo niet, dan riskeert die procedure in haar huidige vorm het nut van meervoudig stemrecht te ondermijnen. Ook de bepalingen inzake het wettelijk voorkeurrecht (artikel 7:188 WVV) en de procedure voor de uitgifte van aandelen aan bepaalde personen

¹ <https://bcv-cds.be>.

² Richtlijn 2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken, *Pb.L.* 14 november 2024.

(artikel 7:193 WVV) worden hervormd, en de bescherming geboden door dat laatste artikel wordt uitgebreid naar de kapitaalverhoging via inbreng in natura (nieuw artikel 7:197/1 WVV). Ten slotte voorziet het voorgestelde artikel 7:155/1 WVV in een bijzondere procedure voor de invoering van meervoudig stemrecht via soortsplitsing in genoteerde vennootschappen (met inbegrip van MTF-genoteerde vennootschappen).

Een aantal voorgestelde wijzigingen gaat breder dan de invoering van meervoudig stemrecht. Dat is bijvoorbeeld het geval voor de voorgestelde wijzigingen aan de artikelen 7:155 WVV (soortwijzigingsprocedure), 7:188 WVV (wettelijk voorkeurrecht) en 7:193 WVV (opheffing van voorkeurrecht ten gunste van bepaalde personen). De werkgroep acht dit wenselijk om te vermijden dat ongeoorloofde verschillen zouden ontstaan tussen gelijkaardige situaties. De werkgroep gaat echter niet in op alle gekende bezorgdheden in verband met deze belendende percelen. Wel biedt de hervorming rond meervoudig stemrecht de gelegenheid bij uitstek om ook die onder de loep te nemen. Zo stelt de literatuur bijvoorbeeld problemen vast met de toepassing van artikel 7:155 WVV, voornamelijk in niet-genoteerde vennootschappen. De voorstellen van deze nota komen tegemoet aan een deel van die problemen die het meest relevant zijn voor aandelen met meervoudig stemrecht in genoteerde vennootschappen, maar behandelen ze niet allemaal³.

Een aantal van de bepalingen die worden gewijzigd, zoals artikelen 7:155, 7:188, 7:193, 7:197/1 WVV, wordt in dit document enkel uitgewerkt voor de NV. Als de wetgever zich terugvindt in de voorgestelde wijzigingen, moet dit ook gebeuren voor de BV, en, waar relevant, voor de CV.

Deze nota start met een toelichting, eerst algemeen en vervolgens artikelsgewijs. Deze toelichting werd in de mate van het mogelijke opgesteld in het formaat van (een memorie van) toelichting bij een wetsontwerp of -voorstel. Daarna volgen de voorgestelde aanpassingen aan de wetteksten.

Inhoudstafel

Omzetting van Richtlijn 2024/2810: een coherent voorstel tot invoering van meervoudig stemrecht voor vennootschappen die zijn genoteerd of die hebben verzocht om notering op een MTF of gereguleerde markt	1
Memorie van toelichting.....	6
Voorstellen tot aanpassingen aan de wetteksten.....	65
Wijzigingen aan artikel 3:6 WVV (vermelding in jaarverslag).....	65
Wijzigingen aan artikel 5:2 WVV (scharnierbepaling voor de BV).....	65
Wijzigingen aan artikel 7:52 WVV (meervoudig stemrecht in de NV)	65
Wijzigingen aan artikel 7:53 WVV (loyauteitsstemrecht)	66

³ De voorstellen voor genoteerde NV's zijn wel (grotendeels) extrapoleerbaar naar niet-genoteerde NV's en BV's.

Wijzigingen aan artikel 7:58 WVV (winstbewijzen met meervoudig stemrecht in de NV)...	68
Wijzigingen aan artikel 7:141, §1 WVV (notulen met stemuitslag per soort).....	68
Wijzigingen aan artikel 7:155 (aandelensplitsing en wijziging van soortrechten)	69
Nieuw artikel 7:155/1 (invoering van meervoudig stemrecht via aandelensplitsing)	70
Wijzigingen aan artikel 7:188 (wettelijk voorkeurrecht).....	71
Wijzigingen aan artikel 7:193 WVV (opheffing van voorkeurrecht voor bepaalde personen)	71
Nieuw artikel 7:193/1 WVV (opheffing van voorkeurrecht)	73
Nieuw artikel 7:197/1 WVV (procedure van artikel 7:193 WVV voor inbreng in natura).....	73
Wijzigingen aan artikel 5 Overnamewet (verplicht bod en meervoudig stemrecht in MTF- genoteerde vennootschappen)	75
Wijzigingen aan artikel 74 Overnamewet (overgangsbepaling verplicht bod)	76

Transposition de la directive 2024/2810 : une proposition cohérente pour introduire des droits de vote multiples pour les sociétés cotées ou demandant à être cotées sur un MTF ou un marché réglementé

Résumé

1. La présente note formule un ensemble cohérent de propositions visant à modifier le Code des Sociétés et Associations (ci-après : « CSA ») ainsi que la loi du 1 mai 2007 relative aux offres publiques d'acquisition (ci-après le « Loi OPA ») en vue d'introduire des droits de vote multiples pour les sociétés qui sont cotées ou qui ont demandé à être cotées sur un MTF ou un marché réglementé. La note a été préparée par un groupe de travail au sein du Centre belge du droit des sociétés (BCV-CDS)⁴, composé (par ordre alphabétique) de Carl Clottens, Steven Declercq, Jeroen Delvoie, Stijn Deschepper, Thierry L'Homme, Theo Monnens, Michiel Stuyts, Tom Vos et Marieke Wyckaert. Les propositions ci-dessous représentent le consensus entre les opinions personnelles des différents membres du groupe de travail.

L'élément déclencheur de cette réflexion est la Directive DVM⁵, qui impose à la Belgique d'introduire des droits de vote multiples, de manière optionnelle, pour les sociétés qui demandent à être cotées sur un MTF. Toutefois, le groupe de travail propose une réforme plus large : les droits de vote multiples seront également autorisés pour les sociétés déjà cotées, tant sur un MTF que sur un marché réglementé (amendements à l'article 7:52 CSA (pour la SA) et à l'article 5:2 CSA pour la SRL)). Certains autres amendements proposés pour la SA devraient également être introduits pour la SRL, mais par souci de lisibilité des propositions, ces amendements pour la SRL sont omis dans la présente note.

2. La transposition de la Directive DVM nécessite certains choix, que la note justifie dans chaque cas. Pour parvenir à un ensemble cohérent qui protège adéquatement les actionnaires, certaines modifications sont également proposées pour d'autres dispositions. Ainsi, il est proposé de remplacer la majorité pour l'introduction d'un droit de vote de loyauté (article 7:53 CSA) par la majorité habituelle des trois quarts. En outre, une interdiction de cumuler les droits de vote de loyauté et les droits de vote multiples "ordinaires" est proposée, ainsi qu'un cadre légal plus strict pour les droits de vote de loyauté.

Étant donné que l'introduction d'actions assorties de droits de vote multiples conduit à la formation de classes d'actions, des modifications limitées sont également proposées à la procédure de modification des droits attachés à une classe d'actions (article 7:155 CSA). Sans ces modifications, cette procédure, dans sa forme actuelle, risque de compromettre l'utilité des droits de vote multiples. Les dispositions relatives au droit de préférence légal (article 7:188

⁴ <https://bcv-cds.be/home-fr/>

⁵ Directive (UE) 2024/2810 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un système multilatéral de négociation, JO L. 14 novembre 2024.

CSA) et à la procédure d'émission d'actions en faveur de personnes déterminées (article 7:193 CSA) sont également réformées, et la protection offerte par ce dernier article est étendue à l'augmentation de capital par apport en nature (nouvel article 7:197/1 CSA). Enfin, l'article 7:155/1 CSA proposé prévoit une procédure spéciale pour l'introduction de droits de vote multiples par le biais de la scission de classes d'actions dans les sociétés cotées (y compris les sociétés cotées en MTF).

Un certain nombre de modifications proposées vont au-delà de l'introduction de droits de vote multiples. C'est par exemple le cas des modifications proposées aux articles 7:155 CSA (procédure de modification des droits attachés à une classe d'actions (ci-après : « modification de classe »), 7:188 CSA (droit de préférence légal) et 7:193 CSA (suppression du droit de préférence en faveur de certaines personnes). Le groupe de travail estime que ces modifications sont souhaitables pour éviter des différences injustifiées entre des situations similaires. Toutefois, le groupe de travail n'aborde pas toutes les préoccupations connues liées à ces aspects liés. Cependant, la réforme menant à l'introduction de droits de vote multiples offre l'occasion idéale de les examiner de près. Par exemple, la littérature identifie certains problèmes liés à l'application de l'article 7:155 CSA, principalement dans les sociétés non cotées. Les propositions de la présente note abordent certains de ces problèmes, à savoir ceux qui sont les plus pertinents pour les actions à droits de vote multiples dans les sociétés cotées, mais ne les abordent pas tous.⁶

Certaines des dispositions modifiées, telles que les articles 7:155, 7:188, 7:193 et 7:197/1 CSA, ne sont développées dans ce document que pour la société anonyme (SA). Si le législateur accepte les modifications proposées, il devrait également les prendre en compte pour la SRL et, le cas échéant, pour la société coopérative (SC).

Cette note commence par un exposé des motifs, d'abord général, puis article par article. Dans la mesure du possible, ces notes explicatives ont été préparées dans le format d'un exposé des motifs d'un projet ou des développements d'une proposition de loi. Viennent ensuite les propositions de modifications aux textes légaux.

⁶ Les propositions relatives aux sociétés anonymes cotées en bourse sont (en grande partie) extrapolables aux sociétés anonymes non cotées et aux sociétés de portefeuille.

Exposé des motifs – Memorie van toelichting

<p>[Projet/proposition] de loi modifiant le Code des sociétés et des associations et diverses dispositions à la suite de la transposition de la directive (UE) 2024/2810 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un système multilatéral de négociation.</p>	<p>[Ontwerp/voorstel] van wet tot wijziging van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en diverse bepalingen ingevolge de omzetting van Richtlijn (EU) 2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken</p>
<p>EXPOSÉ DES MOTIFS/DÉVELOPPEMENTS</p>	<p>[MEMORIE VAN] TOELICHTING</p>
<p>MESDAMES ET MESSIEURS,</p>	<p>DAMES EN HEREN,</p>
<p>RÉFLEXIONS GÉNÉRALES</p>	<p>ALGEMENE BESCHOUWINGEN</p>
<p>1. Introduction</p>	<p>1. Inleiding</p>
<p>Dans le cadre du '<i>Listing Act Package</i>,' une directive a été adoptée sur les structures avec actions à votes multiples dans des sociétés demandant l'admission à la négociation de leurs actions sur un système multilatéral de négociation (ci-après "directive DVM").⁷ La directive DVM est entrée en vigueur le 4 décembre 2024. Les États membres disposent d'un délai de deux ans pour la transposer en droit national.⁸</p>	<p>In het kader van de '<i>Listing Act Package</i>' werd een richtlijn goedgekeurd betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken (hierna 'MVS Richtlijn').⁹ De MVS Richtlijn is in werking getreden op 4 december 2024. Lidstaten hebben een periode van twee jaar om haar om te zetten in nationaal recht.¹⁰</p>

⁷ Directive 2024/2810 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 sur les structures avec actions à votes multiples dans les entreprises qui demandent l'admission à la négociation de leurs actions sur un système multilatéral de négociation, *JO L.* 14 novembre 2024.

⁸ Article 7 de la Directive DVM.

⁹ Richtlijn 2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit verzoeken, *Pb.L.* 14 november 2024.

¹⁰ Artikel 7 MVS Richtlijn.

<p>La directive DVM impose aux États membres de permettre à des sociétés d'introduire ou de modifier une structure d'actions à votes multiples lorsqu'elles demandent à être admises à la négociation sur un système multilatéral de négociation (ci-après dénommé "MTF"). L'objectif est d'accroître l'attrait d'une cotation sur les plates-formes de négociation destinées principalement aux petites et moyennes entreprises, en évitant que les actionnaires de contrôle décident de ne pas envisager une cotation uniquement par crainte d'une perte de contrôle, même si cette cotation est souhaitable d'un point de vue économique, notamment pour financer la société. Le maintien du contrôle peut être particulièrement important pour les actionnaires de contrôle des sociétés en phase de démarrage et des sociétés qui investissent de manière significative à long terme, car ils souhaitent poursuivre leur vision stratégique sans être trop exposés aux fluctuations du marché.</p>	<p>De MVS Richtlijn legt de Lidstaten op om vennootschappen de mogelijkheid te bieden om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren of te wijzigen wanneer zij de toelating verzoeken tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit (hierna 'MTF'). De doelstelling is om de aantrekkingskracht van een notering op handelsplatformen die voornamelijk gericht zijn op kleine en middelgrote vennootschappen te verhogen, door te verhinderen dat controlerende aandeelhouders uitsluitend uit vrees voor controleverlies zouden beslissen geen notering te overwegen, ook al is die vanuit economisch perspectief wenselijk, meer bepaald met het oog op de financiering van de vennootschap. Het behoud van controle kan in het bijzonder van belang zijn voor controlerende aandeelhouders van startende vennootschappen en vennootschappen die veel investeren voor de lange termijn, aangezien zij hun strategische visie willen nastreven zonder al te zeer te worden blootgesteld aan marktschommelingen.</p>
<p>Une structure avec actions à votes multiples est (généralement) un mécanisme de renforcement du contrôle qui permet aux actionnaires de contrôle de conserver le pouvoir de décision dans une société tout en levant des capitaux auprès d'investisseurs publics (un "CEM" dans le jargon anglais¹¹). Toutefois, un tel ancrage du contrôle des actionnaires de contrôle augmente le risque d'abus de contrôle, au détriment des actionnaires détenant des actions assorties de droits de vote moins élevés. La Directive DVM prévoit donc des garanties obligatoires et supplétives pour protéger les droits de ces derniers, ainsi que des obligations de transparence</p>	<p>Een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht is (meestal) een controleversterkend mechanisme dat controlerende aandeelhouders in staat stelt om de beslissingsbevoegdheid in een vennootschap te behouden en toch kapitaal op te halen bij publieke investeerders (een "CEM" in het Engelse vakjargon¹²). Een dergelijke verankering van de zeggenschap van controlerende aandeelhouders verhoogt evenwel het risico op misbruik van controle, ten koste van aandeelhouders met aandelen met een lager stemrecht. De MVS Richtlijn voorziet daarom in enkele verplichte en aanvullende waarborgen ter bescherming van de rechten van die laatste aandeelhouders en</p>

¹¹ « Control-Enhancing Mechanism ».

¹² "Control-Enhancing Mechanism".

supplémentaires.	in bijkomende transparantieverplichtingen.
<p>Le CSA n'autorise les actions à votes multiples que pour les sociétés qui ne sont pas cotées sur un marché réglementé ou un MTF. La Directive DVM offre l'occasion de réexaminer l'admissibilité d'une structure avec actions à votes multiples pour toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé ou un MTF, et de remédier aux insuffisances et aux lacunes du cadre législatif existant.</p>	<p>Het WVV laat aandelen met meervoudig stemrecht uitsluitend toe voor vennootschappen zonder notering op een gereguleerde markt of MTF. De MVS Richtlijn biedt de gelegenheid om de toelaatbaarheid van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht te heroverwegen voor alle vennootschappen met een notering op de gereguleerde markt of een MTF, en om tekortkomingen en leemtes in het bestaande wetgevende kader recht te zetten.</p>
<p>Le/la présent(e) projet/proposition de loi transposant la Directive DVM dans l'ordre juridique belge a été préparé par un groupe de travail au sein du Centre belge du droit des sociétés, composé (par ordre alphabétique) de Carl Clottens, Steven Declercq, Jeroen Delvoie, Stijn Deschepper, Thierry L'Homme, Theo Monnens, Michiel Stuyts, Tom Vos et Marieke Wyckaert. Les lignes de force de la proposition de transposition de la Directive DVM sont présentées ci-après; les différentes réformes sont ensuite expliquées plus en détail.</p>	<p>Dit wets[ontwerp/voorstel] tot omzetting van de MVS Richtlijn in de Belgische rechtsorde werd voorbereid door een werkgroep binnen het Belgisch Centrum voor Vennootschapsrecht, bestaande uit (in alfabetische volgorde) Carl Clottens, Steven Declercq, Jeroen Delvoie, Stijn Deschepper, Thierry L'Homme, Theo Monnens, Michiel Stuyts, Tom Vos en Marieke Wyckaert. Hierna worden de krachtlijnen bij de voorgestelde omzetting van de MVS Richtlijn voorgesteld; vervolgens worden de verschillende hervormingen in meer detail toegelicht.</p>
<p>2. Lignes directrices pour la transposition proposée de la Directive DVM</p>	<p>2. Krachtlijnen bij de voorgestelde omzetting van de MVS Richtlijn</p>
<p>La directive DVM impose aux des États membres d'autoriser à des sociétés d'introduire ou de modifier une structure d'actions à votes multiples lorsqu'elles demandent à être admises à la négociation sur un MTF, et de prévoir des garanties appropriées pour les actionnaires disposant de droits de vote moins élevés. La Directive DVM laisse aux États membres la possibilité d'élargir le champ d'application de la réforme et, à l'exception</p>	<p>De MVS Richtlijn legt aan Lidstaten op om vennootschappen de mogelijkheid te bieden om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren of te wijzigen wanneer zij om de toelating verzoeken tot de handel op een MTF, en om daarbij in de nodige waarborgen voor aandeelhouders met aandelen met een lager stemrecht te voorzien. De MVS Richtlijn laat de ruimte aan Lidstaten om het toepassingsgebied van de hervorming te</p>

de certaines restrictions, de choisir des garanties appropriées pour les actionnaires disposant de droits de vote moins élevés.	verruimen en om, met uitzondering van enkele restricties, te kiezen voor passende waarborgen voor aandeelhouders met aandelen met een lager stemrecht.
Dans ce contexte, le groupe de travail formule les propositions suivantes :	De werkgroep stelt in dit verband voor om:
(2.1) élargir le champ d'application de la réforme pour permettre l'introduction ou la modification d'une structure avec actions à votes multiples pour les sociétés demandant leur admission à la négociation sur (i) un MTF ou (ii) un marché réglementé (ci-après "introduction au moment de l'IPO") ¹³ et (iii) pour les sociétés déjà cotées sur un MTF ou un marché réglementé (ci-après "introduction <i>midstream</i> "). Le champ d'application de la réforme est donc plus large que ce que prévoit la Directive DVM à deux égards: (i) les droits de vote multiples sont également possibles dans les sociétés cotées sur un marché réglementé et (ii) les introductions <i>midstream</i> sont également autorisées;	(2.1) het toepassingsgebied van de hervorming te verruimen , zodat de invoering of wijziging van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht mogelijk is voor vennootschappen die om de toelating tot de handel op (i) een MTF of (ii) een gereglementeerde markt verzoeken (hierna 'invoering op het moment van de IPO') ¹⁴ en (iii) voor vennootschappen die reeds zijn genoteerd op een MTF of een gereglementeerde markt (hierna ' <i>midstream</i> invoering'). Het toepassingsgebied van de hervorming is dus op twee manieren uitgebreider dan de MVS Richtlijn vereist: (i) meervoudig stemrecht is ook mogelijk in vennootschappen met een notering op een gereglementeerde markt, en (ii) <i>midstream</i> invoeringen zijn eveneens toegelaten;
(2.2) donner aux sociétés la flexibilité d'instaurer une structure avec actions à votes multiples en fonction de leurs besoins, à condition que les droits des détenteurs d'actions à droit de vote inférieur soient protégés de manière adéquate , en particulier dans le cas d'une introduction <i>midstream</i> ;	(2.2) vennootschappen de flexibiliteit te geven om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in te richten naar de noden van de vennootschap, mits de rechten van houders van aandelen met een lager stemrecht voldoende worden beschermd , in het bijzonder bij een <i>midstream</i> invoering;
(2.3) réviser le cadre législatif existant concernant la procédure de modification	(2.3) het bestaande wetgevende kader over de soortwijzigingsprocedure (artikel 7:155

¹³ Une première cotation ne doit pas nécessairement s'accompagner d'une émission de nouvelles actions, mais peut également avoir lieu par une admission à la négociation d'actions existantes uniquement ("*direct listing*"). Par la suite, le terme "IPO" se réfère à toute admission initiale à la négociation sur un MTF ou un marché réglementé

¹⁴ Een initiële notering dient niet noodzakelijk gepaard te gaan met een uitgifte van nieuwe aandelen, maar kan ook verlopen via een toelating tot de verhandeling van uitsluitend bestaande aandelen ("*direct listing*"). Hierna wordt met de term 'IPO' verwezen naar elke eerste toelating tot de handel op een MTF of een gereglementeerde markt.

<p>des droits attachés à une classe d’actions (article 7:155 CSA), le droit de préférence légal en cas de classes d’actions (article 7:188 CSA), le droit de vote de loyauté (article 7:53 CSA) et les obligations de transparence. Ces modifications visent à aligner le cadre législatif existant sur la situation dans laquelle une société cotée sur un marché réglementé ou un MTF aurait une structure avec actions à votes multiples, et à réviser la majorité réduite des deux tiers pour l'introduction du droit de vote de loyauté.</p>	<p>WVV), het soortgebonden wettelijk voorkeurrecht (artikel 7:188 WVV), het loyauteitsstemrecht (artikel 7:53 WVV) en de transparantieplichtingen te herzien. Deze wijzigingen beogen het bestaande wetgevende kader af te stemmen op de situatie waarin een vennootschap genoteerd op een gereglementeerde markt of MTF een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht zou hebben, en de verlaagde tweederdemeerderheid voor de invoering van het loyauteitsstemrecht te herzien.</p>
<p>2.1. Extension du champ d'application</p>	<p>2.1. Verruiming toepassingsgebied</p>
<p>2.1.1. Autorisation d'une structure avec actions à votes multiples lors de l'introduction en bourse sur un MTF ou un marché réglementé</p>	<p>2.1.1. Toelating van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht op het moment van de IPO op een MTF of een gereglementeerde markt</p>
<p>Tout d'abord, le groupe de travail propose de permettre une structure avec actions à votes multiple pour les sociétés qui souhaitent être admises non pas seulement à la négociation sur un MTF, mais aussi sur un marché réglementé.</p>	<p>In de eerste plaats stelt de werkgroep voor om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht toe te laten voor vennootschappen die de toelating tot de handel verzoeken op een MTF, maar ook op een gereglementeerde markt.</p>
<p>L'importance et l'attrait des MTF en Belgique, à savoir Euronext Growth et Euronext Access, sont limités pour la cotation des actions. Les deux MTF ont une taille relativement modeste (un total de 6 cotations sur Euronext Growth et 8 sur Euronext Access en avril 2025) et récemment (2019-2023), moins de sociétés ont trouvé leur place sur l'un ou l'autre MTF (2 IPO¹⁵) que de sociétés ont</p>	<p>Het belang en de aantrekkingskracht van de MTF's in België, zijnde Euronext Growth en Euronext Access, zijn beperkt voor de notering van aandelen. Beide MTF's hebben een relatief bescheiden omvang (in totaal 6 noteringen op Euronext Growth en 8 op Euronext Access in april 2025) en recent (2019-2023) hebben minder vennootschappen de weg gevonden naar één van beide MTF's (2 IPO's¹⁸) dan dat er</p>

¹⁵ Il y a également eu deux nouvelles cotations sur un MTF de sociétés précédemment cotées sur le marché réglementé, à savoir DMS Imaging et Neufcour.

¹⁸ Verder waren er nog twee nieuwe noteringen op een MTF van vennootschappen die voorheen genoteerd waren op de gereglementeerde markt, zijnde DMS Imaging en Neufcour.

<p>disparu (6 radiations).¹⁶ Le nombre de cotations (117 au total en avril 2025) sur le seul marché réglementé de Belgique, Euronext Brussels, a également diminué au cours des cinq dernières années (10 introductions en bourse¹⁷ et 23 radiations entre 2019 et 2023).</p>	<p>verdwenen (6 delistings).¹⁹ Ook het aantal noteringen (in totaal 117 in april 2025) op de enige Belgische gereglementeerde markt, Euronext Brussels is in de laatste vijf jaar teruggevallen (in totaal 10 IPO's²⁰ en 23 delistings tussen 2019-2023).</p>
<p>Ainsi, l'admission d'une structure avec actions à votes multiples à la fois sur les MTF et sur le marché réglementé pourrait utilement renforcer l'attractivité des deux marchés. En outre, une limitation du champ d'application aux MTF empêche les sociétés dotées d'une structure avec actions à votes multiples d'accéder au marché réglementé. Cela va à l'encontre de l'idée qu'un MTF, et en particulier son segment de croissance, peut servir de préparation à la cotation sur un marché réglementé.</p>	<p>De toelating van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht voor zowel de MTF's als voor de gereglementeerde markt zou dus hun beider aantrekkingskracht nuttig kunnen verhogen. Bovendien verhindert een beperking van het toepassingsgebied tot MTF's dat vennootschappen met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht kunnen doorgroeien naar de gereglementeerde markt. Dat staat haaks op de idee dat een MTF, en in het bijzonder diens groeisegment, kan functioneren als een voorbereiding op een notering op een gereglementeerde markt.</p>
<p>En outre, de nombreux pays, dont les Pays-Bas, la Suède et les États-Unis, autorisent depuis longtemps des structures à votes multiples pour les sociétés opérant sur un marché réglementé. Récemment, une série d'autres pays, dont la France, l'Italie, l'Allemagne et le Royaume-Uni, ont réformé leurs régimes concernant les actions à droits de votes multiples.²¹ Afin d'éviter que le marché réglementé belge ne soit désavantagé sur le plan de la</p>	<p>Vele landen, waaronder Nederland, Zweden, en de V.S., laten een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht bovendien reeds sinds langere tijd toe voor vennootschappen op een gereglementeerde markt. Recent heeft een reeks andere landen, waaronder Frankrijk, Italië, Duitsland en het V.K., hun regime wat betreft aandelen met meervoudig</p>

¹⁶ Informations basées sur les différentes déclarations annuelles d'Euronext, disponibles sur <https://live.euronext.com/nl/resources/statistics/factbook>.

¹⁷ Il y a également eu deux nouvelles cotations sur le marché réglementé résultant d'une scission d'une société cotée existante, à savoir Deme (scission de CFE) et Syensqo (scission de Solvay).

¹⁹ Informatie gebaseerd op de verschillende jaaroverzichten van Euronext, beschikbaar via .

²⁰ Verder waren er nog twee nieuwe noteringen op de gereglementeerde markt die voortkwamen uit een spin-off van een bestaande genoteerde vennootschap, zijnde Deme (spin-off van CFE) en Syensqo (spin-off van Solvay).

²¹ Pour une vue d'ensemble, voir: K.J. HOPT et S. KALSS, "Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis", *ECGI Law Working Paper N° 786/2024*, juillet 2024, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4887591.

<p>concurrence et que les sociétés belges ne doivent se délocaliser à l'étranger simplement en raison de la possibilité d'une introduction en bourse avec une structure à actions à votes multiples, il convient d'étendre le champ d'application de la réforme au marché réglementé.</p>	<p>stemrecht hervormd.²² Om te vermijden dat de Belgische gereglementeerde markt een competitief nadeel ondervindt en dat Belgische vennootschappen moeten uitwijken naar het buitenland louter omwille van de mogelijkheid van een IPO met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht, is de uitbreiding van het toepassingsgebied van de hervorming tot de gereglementeerde markt aangewezen.</p>
<p>Les arguments en faveur de l'autorisation d'une structure avec actions à votes multiples au moment de l'introduction en bourse s'appliquent à la fois aux MTF et aux marchés réglementés.²³ Une structure avec actions à votes multiples peut stimuler le nombre d'introductions en bourse en permettant aux actionnaires de contrôle de franchir le pas de l'introduction en bourse sans perdre le contrôle de la société (considérant (2) de la Directive DVM). Cela leur permet de réaliser leur vision stratégique, souvent à long terme, et de lever des capitaux supplémentaires pour financer des projets créateurs de valeur, sans avoir à renoncer au contrôle ou à investir une part plus importante de leur patrimoine personnel. La présence d'actionnaires de contrôle présente en outre plusieurs avantages : ils sont</p>	<p>De argumenten om een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht op het moment van de IPO toe te laten, gelden voor zowel MTF's als voor gereglementeerde markten.²⁴ Een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht kan het aantal IPO's stimuleren doordat controlerende aandeelhouders de stap naar de beurs kunnen zetten zonder het zeggenschap over de vennootschap te verliezen (overweging (2) van de MVS Richtlijn). Dit stelt hen in staat om hun strategische, vaak langetermijngerichte visie te realiseren en extra kapitaal op te halen voor de financiering van waardecreërende projecten, zonder dat zij de controle moeten opgeven of een groter deel van hun persoonlijk vermogen moeten investeren. Er zijn verder verschillende voordelen verbonden aan de aanwezigheid van controlerende aandeelhouders: zij hebben over het</p>

²² Zie voor een overzicht: K.J. HOPT en S. KALSS, "Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis", *ECGI Law Working Paper N° 786/2024*, July 2024, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4887591.

²³ Pour un aperçu des différents arguments théoriques pour et contre l'admission d'une structure avec actions à votes multiples au moment de l'introduction en bourse, voir : L.A. BEBCHUK et K. KASTIEL, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", *Virginia Law Review* 2017, (585) 602-613 ; M.T. MOORE, Designing Dual-Class Sunsets : The Case for a Transfer-Centered Approach", *William and Mary Business Law Review* 2020, (93) 114-130. Voir également : L.A. BEBCHUK et K. KASTIEL, "The Perils of Small-Minority Controllers", *Georgetown Law Journal* 2019, 1453-1514.

²⁴ Zie voor een overzicht van de verschillende theoretische argumenten *pro* en *contra* de toelating van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht op het moment van de IPO: L.A. BEBCHUK en K. KASTIEL, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", *Virginia Law Review* 2017, (585) 602-613; M.T. MOORE, Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach", *William and Mary Business Law Review* 2020, (93) 114-130. Zie verder ook: L.A. BEBCHUK en K. KASTIEL, "The Perils of Small-Minority Controllers", *Georgetown Law Journal* 2019, 1453-1514.

<p>généralement mieux incités à assurer la bonne gouvernance de l'entreprise, disposent de plus d'informations et ont plus de poids pour contrôler les administrateurs et, dans la plupart des cas, ils recherchent une création de valeur durable à long terme. Plus généralement, les entreprises devraient avoir la possibilité de choisir la <i>structure de gouvernance</i> qui correspond le mieux à leurs besoins et à la structure de leur actionariat (« <i>one size does not fit all</i> »).</p>	<p>algemeen betere incentives om de vennootschap goed te laten besturen, meer informatie en meer zeggenschap om bestuurders te controleren, en zij streven in de meeste gevallen naar duurzame waardecreatie op de lange termijn. Meer algemeen zouden vennootschappen de keuze moeten hebben om die <i>governance</i>-structuur te kiezen die het best past bij hun noden en aandeelhoudersstructuur (<i>one size does not fit all</i>).</p>
<p>Toutefois, à mesure que la différence entre les droits de vote et les droits patrimoniaux des actionnaires de contrôle s'accroît, leurs incitations à extraire de l'entreprise des avantages privés liés au contrôle (<i>private benefits of control</i>) s'accroissent également, car ils peuvent transférer de manière disproportionnée les effets négatifs d'une telle extraction aux autres actionnaires.²⁵ De même, la fonction disciplinante des OPA hostiles et de l'activisme des actionnaires dans les sociétés ayant un actionnaire de contrôle est limitée. Mais un marché boursier efficace peut intégrer ces <i>agency costs</i> supplémentaires associés à un contrôle accru des actionnaires de contrôle dans le cours de bourse, de sorte qu'en moyenne, les actionnaires ne subissent aucun désavantage (ou tout au plus un désavantage limité) lorsqu'ils investissent dans une société dotée d'une structure avec actions à votes multiples.</p>	<p>Naarmate het verschil tussen de stem- en de vermogensrechten van controlerende aandeelhouders toeneemt, worden hun incentives om private voordelen van controle (<i>private benefits of control</i>) aan de vennootschap te onttrekken echter groter, aangezien zij de negatieve effecten hiervan disproportioneel kunnen afwentelen op de andere aandeelhouders.²⁶ Ook de disciplinerende functie die uitgaat van (de dreiging van) vijandige overnames en aandeelhoudersactivisme bij vennootschappen met een controlerende aandeelhouder is beperkt. Maar een efficiënte aandelenmarkt kan deze bijkomende <i>agency costs</i> verbonden aan meer zeggenschap voor controlerende aandeelhouders inprijzen, zodat aandeelhouders gemiddeld geen (of hoogstens een beperkt nadeel) ondervinden wanneer zij investeren in een vennootschap met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht.</p>
<p>Ces arguments théoriques pour et contre</p>	<p>Deze theoretische argumenten <i>pro</i> en <i>contra</i></p>

²⁵ Voir : L.A. BEBCHUK, R. KRAAKMAN et G. TRIANTIS, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights" in R. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, Chicago University Press, 2000, (295) 301-306.

²⁶ Zie hierover: L.A. BEBCHUK, R. KRAAKMAN en G. TRIANTIS, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights" in R. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, Chicago University Press, 2000, (295) 301-306.

<p>doivent être complétés par l'expérience de la pratique. Sur ce point, bien qu'elle repose principalement sur des recherches menées aux États-Unis, la conclusion est nuancée : ainsi, des recherches empiriques montrent que <i>les agency costs</i> augmentent à mesure que la différence entre les droits de vote et les droits patrimoniaux s'accroît²⁷ et qu'il existe une corrélation négative entre les actions à votes multiples et la valeur de la société.²⁸ D'autres recherches empiriques montrent toutefois que cette corrélation négative disparaît lorsque l'on tient compte de divers autres facteurs, tels que, par exemple, le potentiel de croissance de l'entreprise et le type d'actionnaire de contrôle.²⁹ Plusieurs</p>	<p>moeten worden aangevuld door de ervaringen in de praktijk. Hierover is de conclusie, weliswaar hoofdzakelijk op basis van onderzoek in de V.S., genuanceerd: zo toont empirisch onderzoek aan dat de <i>agency costs</i> toenemen naarmate het verschil tussen de stem- en vermogensrechten groter wordt³² en dat er een negatieve correlatie bestaat tussen aandelen met meervoudig stemrecht en de waarde van de vennootschap.³³ Ander empirisch onderzoek stelt dan weer vast dat deze negatieve correlatie verdwijnt wanneer wordt gecontroleerd voor diverse andere factoren, zoals bijvoorbeeld het groeipotentieel van de vennootschap en het type controlerende aandeelhouder.³⁴ Ook blijkt uit verschillende studies dat</p>
---	---

²⁷ Voir, par exemple, R.W. MASULIS, C. WANG et F. XIE: R.W. MASULIS, C. WANG et F. XIE, "Agency Problems at Dual-Class Companies", *The Journal of Finance* 2009, 1697-1727.

²⁸ Voir, par exemple, P.A. GOMPERS, J. ISHII et A. METRICK: P.A. GOMPERS, J. ISHII et A. METRICK, "Extreme Governance : An Analysis of Dual-Class Firms in the United States", *The Review of Financial Studies* 2010, 1051-1088 ; H. CRONQVIST et M. NILSSON, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003, 695-719

²⁹ Voir, par exemple: B.D. JORDAN, S. KIM et M.H. LIU, "Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure", *Journal of Corporate Finance* 2016, 304-328 (l'étude constate que l'utilisation d'*actions « dual class »* est positivement corrélée à la valeur de la société dans les sociétés plus jeunes (constituées il y a moins de 12 ans) et négativement corrélée dans les sociétés plus anciennes (constituées il y a plus de 12 ans); H. KIM et R. MICHAELY, "Sticking around Too Long ? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting," *ECGI Finance working paper* 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209 (l'étude montre que les *actions à double classe* ont un effet positif sur la valeur de l'entreprise dans les jeunes sociétés (moins de 12 ans) et un effet négatif dans les sociétés plus anciennes (12 ans ou plus)); R. ANDERSON, E. OTTOLENGHI et D. REEB, "The Dual Class Premium : A Family Affair", *Fox School of Business Research Paper* 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669 (l'étude constate que la corrélation négative entre les *actions « dual class »* et la valeur d'une société est principalement attribuable aux actionnaires de contrôle familiaux plutôt qu'aux *actions « dual class »*).

³² Zie bijvoorbeeld: R.W. MASULIS, C. WANG en F. XIE, "Agency Problems at Dual-Class Companies", *The Journal of Finance* 2009, 1697-1727.

³³ Zie bijvoorbeeld: P.A. GOMPERS, J. ISHII en A. METRICK, "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States", *The Review of Financial Studies* 2010, 1051-1088; H. CRONQVIST en M. NILSSON, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003, 695-719.

³⁴ Zie bijvoorbeeld: B.D. JORDAN, S. KIM en M.H. LIU, "Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure", *Journal of Corporate Finance* 2016, 304-328 (studie stelt vast dat het gebruik van *dual-class shares* positief gecorreleerd is met de ondernemingswaarde in

<p>études montrent également que les sociétés dotées d'une structure de vote multiple ont tendance à obtenir des résultats d'exploitation au moins aussi bons et des rendements boursiers plus élevés que les sociétés similaires sans droits de vote multiples.³⁰ Cela suggère que le marché tient (même trop) fortement compte des inconvénients potentiels des actions à votes multiples lors de la fixation du prix de l'action, sans que ces inconvénients se réalisent nécessairement. Ainsi, la recherche empirique existante ne fournit pas de preuves convaincantes qu'une structure avec actions à votes multiples détruit de la valeur pour les actionnaires.³¹ Même si c'était le cas, les</p>	<p>vennootschappen met een structuur met meervoudig stemrecht doorgaans minstens even goede bedrijfsresultaten en een hoger aandelenrendement behalen dan soortgelijke vennootschappen zonder meervoudig stemrecht.³⁵ Dit doet vermoeden dat de markt bij de bepaling van de aandelenprijs (zelfs te) sterk rekening houdt met de mogelijke nadelen van aandelen met meervoudig stemrecht, zonder dat deze zich noodzakelijk realiseren. Het bestaande empirische onderzoek levert dus geen overtuigend bewijs dat een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht waarde vernietigt voor aandeelhouders.³⁶ Zelfs wanneer dat wel het geval zou zijn, dan nog hebben aandeelhouders van een welbepaalde vennootschap bij een invoering</p>
--	--

vennootschappen met een hoog groeipotentieel en negatief in vennootschappen met een laag groeipotentieel); H. KIM en R. MICHAELY, "Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting", *ECGI Finance working paper* 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209 (studie stelt vast dat *dual-class shares* een positief effect hebben op de ondernemingswaarde in jongere vennootschappen (jonger dan 12 jaar) en een negatief effect in oudere vennootschappen (12 jaar of ouder)); R. ANDERSON, E. OTTOLENGHI en D. REEB, "The Dual Class Premium: A Family Affair", *Fox School of Business Research Paper* 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669 (studie stelt vast dat de negatieve correlatie tussen *dual-class shares* en de waarde van een vennootschap hoofdzakelijk toe te schrijven is aan familiale controlerende aandeelhouders en niet zozeer aan *dual-class shares*).

³⁰ Voir, par exemple: M. CREMERS, B. LAUTERBACH et A. PAJUSTE, "The Life-Cycle of Dual-Class Firm Valuation", *The Review of Corporate Finance Studies* 2024, 459-493 ; R. ANDERSON, E. OTTOLENGHI et D. REEB, "The Dual Class Premium: A Family Affair", *Fox School of Business Research Paper* 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669.

³¹ Voir, par exemple, la conclusion d'une récente analyse de la littérature de la recherche empirique sur des structures d'actions à votes multiples : B.V. REDDY, "More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S. Dual-Class Stock", *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2021, (955) 1017 ("Policy-makers should take heed of the evidence that suggests that outside stockholders are not harmed by dual-class stock - they invest in dual-class stock at a price which organically gives them protection against being expropriated in the future, and, based upon the trends in the empirical evidence, apparently discount dual-class stock too much").

³⁵ Zie bijvoorbeeld: M. CREMERS, B. LAUTERBACH en A. PAJUSTE, "The Life-Cycle of Dual-Class Firm Valuation", *The Review of Corporate Finance Studies* 2024, 459-493; R. ANDERSON, E. OTTOLENGHI en D. REEB, "The Dual Class Premium: A Family Affair", *Fox School of Business Research Paper* 2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669.

³⁶ Zie bijvoorbeeld de conclusie van een recente literatuurstudie over het empirisch onderzoek naar een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht: B.V. REDDY, "More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S. Dual-Class Stock", *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2021, (955) 1017 ("Policy-makers should take heed of the evidence that suggests that

<p>actionnaires d'une société concrète auraient, au moment de son introduction en bourse, le choix de ne pas investir dans cette société ou seulement à un prix inférieur.</p>	<p>op het moment van de IPO de keuze om niet te investeren in deze vennootschap of enkel tegen een lagere prijs.</p>
<p>2.1.2. Autorisation d'une structure avec actions à vote multiples via une introduction <i>midstream</i> sur un MTF ou un marché réglementé</p>	<p>2.1.2. Toelating van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht via een <i>midstream</i> invoering op een MTF of een gereguleerde markt</p>
<p>Deuxièmement, le groupe de travail suggère de permettre l'introduction d'une structure avec actions à votes multiples non seulement au moment de l'introduction en bourse, mais aussi plus tard, pour les sociétés déjà cotées sur un MTF ou un marché réglementé (introduction <i>midstream</i>).</p>	<p>In de tweede plaats stelt de werkgroep voor de invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht niet enkel toe te laten op het moment van de IPO, maar ook later, voor vennootschappen die reeds zijn genoteerd op een MTF of een gereguleerde markt (<i>midstream</i> invoering).</p>
<p>L'introduction d'actions à votes multiples peut également être souhaitable pour les sociétés déjà cotées en bourse.³⁷ Par exemple, les actions à votes multiples permettent à un actionnaire de contrôle de conserver le contrôle de la société et d'accepter de lever des capitaux supplémentaires sur le marché pour financer des investissements créateurs de valeur. En outre, au moment de leur introduction en bourse, les sociétés cotées sur Euronext Brussels n'avaient pas la possibilité d'introduire des actions à votes</p>	<p>Ook voor reeds genoteerde vennootschappen kan de invoering van aandelen met meervoudig stemrecht wenselijk zijn.³⁸ Een controlerende aandeelhouder kan bijvoorbeeld dankzij aandelen met meervoudig stemrecht de controle over de vennootschap behouden en instemmen om extra kapitaal via de markt op te halen voor de financiering van waardecreërende investeringen. Bovendien beschikten de op Euronext Brussels genoteerde vennootschappen ten tijde van hun IPO niet over de mogelijkheid om aandelen met</p>

outside stockholders are not harmed by dual-class stock - they invest in dual-class stock at a price which organically gives them protection against being expropriated in the future, and, based upon the trends in the empirical evidence, apparently discount dual-class stock too much").

³⁷ Pour les diverses considérations relatives à l'admission d'une introduction *midstream* d'une structure avec actions à votes multiples dans le cadre de l'approche du cycle de vie, voir T.A. KEIJZER, *Vote and Value - An economic, historical and legal-comparative study on dual class equity structures*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, 113-150.

³⁸ Zie voor de verschillende overwegingen bij de toelating van een *midstream* invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht vanuit de *life-cycle approach*: T.A. KEIJZER, *Vote and Value - An economic, historical and legal-comparative study on dual class equity structures*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, 113-150.

<p>multiples car cela était interdit, alors que les actions à votes multiples deviendront désormais un outil légitime dans l'arsenal des sociétés cotées. Afin d'éviter une inégalité de traitement entre les sociétés qui sont entrées en bourse avant et après la modification proposée, cette option devrait également être offerte aux sociétés déjà cotées en bourse.</p>	<p>meervoudig stemrecht in te voeren, omdat dat verboden was, terwijl aandelen met meervoudig stemrecht voortaan wel een legitiem instrument in het arsenaal van genoteerde vennootschappen zouden worden. Ook om een ongelijk speelveld te vermijden tussen vennootschappen die vóór en na de wetswijziging naar de beurs gingen, moet deze mogelijkheid ook worden aangeboden aan reeds genoteerde vennootschappen.</p>
<p>L'introduction <i>midstream</i> d'une structure d'actions à droit de vote multiple comporte également des risques. En effet, le pouvoir peut soudainement passer aux actionnaires de contrôle sans nécessairement conduire à des gains d'efficacité, et les actionnaires présents détenant des actions à droit de vote réduit sont contraints de rester dans la société avec moins de droits de vote, ou de vendre leurs actions à un prix potentiellement plus bas. En outre, l'argument selon lequel les actionnaires sont libres d'investir dans des sociétés dotées d'actions à votes multiples n'est plus valable si une structure d'actions à votes multiples peut être introduite dans le <i>midstream</i>. Pour ces raisons, certaines juridictions interdisent l'introduction <i>midstream</i> d'actions à droits de vote multiples (par exemple, les règles de cotation du NYSE ou du NASDAQ) ou les rendent pratiquement impossibles (en exigeant, par exemple, le consentement unanime de tous les actionnaires (Allemagne)). En Belgique, cependant, les droits de vote multiples dans les sociétés cotées ont été interdits depuis près de 100 ans. Les sociétés cotées existantes n'ont donc jamais eu la possibilité d'obtenir une cotation avec des droits de vote multiples. En outre, à la condition que des détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs soient suffisamment protégés, une introduction ultérieure pourrait également avoir du sens dans le cycle de vie de la société. Une interdiction absolue va donc</p>	<p>Er zijn ook risico's verbonden aan een <i>midstream</i> invoering van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht. De macht kan immers plots verschuiven naar controlerende aandeelhouders zonder dat dit noodzakelijk tot efficiëntiewinst leidt en de aanwezige aandeelhouders met aandelen met een lager stemrecht worden gedwongen om in de vennootschap te blijven met minder stemrechten, of hun aandelen te verkopen tegen een mogelijk lagere prijs. Ook het argument dat aandeelhouders vrij zijn om te investeren in vennootschappen met aandelen met meervoudig stemrecht gaat niet langer op als een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht in de <i>midstream</i> kan worden ingevoerd. Om die redenen verbieden sommige jurisdicties de <i>midstream</i> invoering van aandelen met meervoudig stemrecht (bijvoorbeeld de <i>listing rules</i> van de NYSE of NASDAQ) of maken ze ze praktisch onmogelijk (door bijvoorbeeld de unanieme instemming van alle aandeelhouders te eisen (Duitsland)). In België is meervoudig stemrecht in genoteerde vennootschappen evenwel bijna 100 jaar verboden geweest. De bestaande genoteerde vennootschappen hebben dus nooit de mogelijkheid gehad om met meervoudig stemrecht een notering te bekomen. Bovendien kan, mits de nodige bescherming van de houders van aandelen met een lager stemrecht, een latere invoering ook zinvol zijn in de levenscyclus van de vennootschap. Een absoluut verbod is dus te verregaand. Hierna worden de compenserende waarborgen voor de houders</p>

trop loin. Les garanties compensatoires pour les détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs sont examinées en détail ci-dessous.	van aandelen met een lager stemrecht in detail besproken.
2.2. Garanties pour les détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs	2.2. Waarborgen voor houders van aandelen met een lager stemrecht
2.2.1. Garanties générales	2.2.1. Algemene waarborgen
La Directive DVM prévoit des garanties obligatoires et supplétives pour protéger les détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs. Le point de départ du groupe de travail sur ce point est la nécessité d'un équilibre adéquat entre les droits des actionnaires de contrôle et ceux des actionnaires minoritaires, ainsi que d'une flexibilité suffisante. La protection des détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs est assurée principalement lors de l'introduction ou de la modification d'une structure avec actions à votes multiples. Les règles existantes limitant l'abus de contrôle continuent pleinement à s'appliquer.	De MVS Richtlijn voorziet in enkele verplichte en aanvullende waarborgen ter bescherming van de houders van aandelen met een lager stemrecht. De werkgroep is op dit punt uitgegaan van de nood aan een goed evenwicht tussen de rechten van de controlerende aandeelhouders en van de minderheidsaandeelhouders, en aan voldoende flexibiliteit. De bescherming van houders van aandelen met een lager stemrecht wordt in de eerste plaats geboden bij de invoering of wijziging van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht. Ook de bestaande regels die misbruik van controle aan banden leggen blijven onverminderd gelden.
De préférence, les choix faits ci-dessous s'appliqueront sans préjudice aux sociétés qui demandent à être cotées ou qui sont déjà cotées sur un marché réglementé, afin de créer un environnement réglementaire uniforme.	De hieronder gemaakte keuzes zijn bij voorkeur onverminderd van toepassing op de vennootschappen die een notering verzoeken tot of reeds genoteerd zijn op een gereguleerde markt, zodat een uniforme regelgeving ontstaat.
2.2.1.1. Approbation par l'assemblée générale à la majorité qualifiée	2.2.1.1. Goedkeuring door de algemene vergadering met gekwalificeerde meerderheid
La Directive DVM impose une décision de l'assemblée générale à la majorité qualifiée et, dans le cas de différentes classes d'actions, une telle décision supplémentaire dans chaque classe	De MVS Richtlijn legt een besluit op van de algemene vergadering met een gekwalificeerde meerderheid van stemmen, en bij verschillende aandelensoorten, bovendien een dergelijk besluit in elke

<p>d'actions dont les droits sont affectés, tant pour l'introduction que pour la modification d'une structure avec actions à votes multiples au moment de l'introduction en bourse. Une exigence similaire existe pour la décision relative à toute modification ultérieure d'une structure avec actions à votes multiples affectant les droits de vote.³⁹</p>	<p>aandelensoort waarvan de rechten worden getroffen, zowel voor de invoering als voor de wijziging van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht op het moment van de IPO. Eenzelfde vereiste bestaat voor het besluit tot enige latere wijziging van een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht die van invloed is op het stemrecht.⁴⁰</p>
<p>Le groupe de travail souligne que la procédure de modification de classe existante de l'article 7:155 CSA répond déjà à cette exigence. [Ce projet / cette proposition] de loi modifie toutefois la procédure de modification de classe sur d'autres points, afin de mettre fin à l'incertitude juridique créée par les discussions de la doctrine. En effet, cette incertitude peut avoir un impact sur les structures avec actions à votes multiples.</p>	<p>De werkgroep wijst erop dat de bestaande soortwijzigingsprocedure van artikel 7:155 WVV reeds aan deze vereiste beantwoordt. Wel wijzigt dit wets[ontwerp/voorstel] de soortwijzigingsprocedure op enkele andere punten, om een einde te maken aan de rechtsonzekerheid ontstaan door discussies in de rechtsleer. Deze onzekerheid kan immers een impact hebben op structuren van aandelen met meervoudig stemrecht.</p>
<p>2.2.1.2. Multiplicateur maximal ou neutralisation occasionnelle du droit de vote multiple</p>	<p>2.2.1.2. Maximale multiplicator of occasionele neutralisatie van meervoudig stemrecht</p>
<p>Deuxièmement, la Directive DVM exige de limiter l'influence des actions à votes multiples sur le processus décisionnel lors d'une assemblée générale. À cette fin, la Directive DVM laisse le choix entre (1) un rapport maximal entre le nombre de voix attachées aux actions à votes multiples et le nombre de voix attachées aux actions à droits de vote les plus faibles (ci-après "multiplicateur maximal") ou (2) une neutralisation occasionnelle des droits de vote renforcés découlant d'actions à votes multiples pour certaines décisions bien définies de l'assemblée générale qui</p>	<p>Ten tweede vereist de MVS Richtlijn dat de invloed van aandelen met meervoudig stemrecht op het besluitvormingsproces tijdens een algemene vergadering wordt beperkt. Daartoe laat de MVS Richtlijn de keuze tussen (1) een maximale verhouding tussen het aantal stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht en het aantal stemmen verbonden aan aandelen met het laagste stemrecht (hierna 'maximale multiplicator') of (2) een occasionele neutralisatie van de aan aandelen met meervoudig stemrecht verbonden versterkte stemrechten bij welbepaalde besluiten van de algemene vergadering die een</p>

³⁹ Articles 3 et 4 (1) (a) de la Directive DVM.

⁴⁰ Artikel 3 en 4 (1) a) MVS Richtlijn.

requièrent une majorité qualifiée. ⁴¹	gekwalificeerde meerderheid vereisen. ⁴²
<p>Le groupe de travail suggère d'opter pour l'option (1) et un multiplicateur maximal de 1:20. Ce choix est conforme à l'objectif de la Directive DVM d'utiliser une structure avec actions à votes multiples pour stimuler le nombre d'introductions en bourse. L'option (2) semble moins appropriée, car les actionnaires de contrôle perdraient alors le contrôle du résultat des décisions prises par l'assemblée générale à la majorité qualifiée, telles qu'une (autorisation d') augmentation de capital ou une acquisition d'actions propres. Cela pourrait réduire l'incitation de ces actionnaires à se tourner vers la bourse. En outre, il n'est pas évident de déterminer à quelles décisions la neutralisation s'applique ou non, ce qui ajoute à la complexité. Les autres pays qui autorisent les droits de vote multiples optent rarement pour une mesure de sauvegarde telle que l'option 2.</p>	<p>De werkgroep stelt voor te kiezen voor optie (1), en een maximale multiplicator van 1:20. Deze keuze sluit aan bij de doelstelling van de MVS Richtlijn om met een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht het aantal IPO's te stimuleren. Een keuze voor optie (2) lijkt minder geschikt, aangezien controlerende aandeelhouders in dat geval de controle zouden verliezen over het resultaat van besluiten die de algemene vergadering met gekwalificeerde meerderheid neemt, zoals een (machtiging tot) kapitaalverhoging of een inkoop van eigen aandelen. Dit zou de drijfveer van deze aandeelhouders om de stap naar de beurs te zetten, kunnen doen afnemen. Bovendien is het niet evident om uit te maken voor welke besluiten de neutralisatie wel of niet geldt wat de complexiteit vergroot. Ook andere landen die meervoudig stemrecht toelaten kiezen zelden voor een waarborg als in optie 2.</p>
<p>Toutefois, chaque société reste libre de prévoir dans ses statuts la neutralisation des droits de vote renforcés des actions à votes multiples dans le cas de décisions bien définies de l'assemblée générale, à prendre à la majorité qualifiée ou autrement.</p>	<p>Elke vennootschap blijft evenwel vrij om statutair te voorzien in een neutralisatie van de versterkte stemrechten van de aandelen met meervoudig stemrecht bij welbepaalde besluiten van de algemene vergadering, al dan niet met gekwalificeerde meerderheid te nemen.</p>
2.2.1.3. Clause d'extinction	2.2.1.3. Horizonbepaling
<p>Enfin, la Directive DVMV permet aux États membres de prévoir des garanties supplémentaires, telles qu'une clause d'extinction ("<i>sunset clause</i>") qui éteint les droits de vote renforcés des actions à votes multiples dans certaines circonstances ou</p>	<p>Tenslotte staat de MVS Richtlijn Lidstaten toe om in aanvullende waarborgen te voorzien, zoals een horizonbepaling ("<i>sunsetclause</i>") die het versterkte stemrecht van aandelen met meervoudig stemrecht doet uitdoven in bepaalde omstandigheden of na verloop van</p>

⁴¹ Article 4, paragraphe 1, point b), de la Directive DVM.

⁴² Artikel 4 (1) b) MVS Richtlijn.

au fil du temps. ⁴³	tijd. ⁴⁴
<p>Une clause d’extinction repose sur l’idée que les avantages associés à une structure avec à votes multiples varient au cours de la vie d’une société et diminuent généralement avec le temps.⁴⁵ Par exemple, au cours des premières années suivant l’introduction en bourse, il peut être souhaitable que les actionnaires de contrôle conservent un contrôle accru afin de réaliser leur vision stratégique sans être exposés aux fluctuations du marché. Avec le temps, ces avantages diminuent et peuvent l’emporter sur les inconvénients. Le groupe de travail a envisagé mais rejeté l’introduction d’une clause d’extinction obligatoire. Les besoins diffèrent d’une société à l’autre : toutes les sociétés ne tirent pas profit de la même clause d’extinction. En outre, le fait qu’un actionnaire de contrôle risque de perdre le contrôle au fil du temps ou lors d’un événement futur bien défini peut réduire son envie de se lancer dans une introduction en bourse. En outre, une clause d’extinction comporte un risque intrinsèquement plus élevé de court-termisme à l’approche de son expiration.</p>	<p>Een horizonbepaling gaat uit van de idee dat de voordelen verbonden aan een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht variëren over de levensduur van een vennootschap en doorgaans afnemen over de tijd.⁴⁶ Zo kan het in de eerste jaren na een IPO wenselijk zijn dat controlerende aandeelhouders een versterkt zeggenschap behouden om hun strategische visie te realiseren zonder blootstelling aan marktschommelingen. Na verloop van tijd nemen deze voordelen af en wegen ze potentieel niet meer op tegen de nadelen. De werkgroep heeft de invoering van een dwingende horizonbepaling overwogen maar afgewezen. Verschillende vennootschappen hebben verschillende noden: niet elke vennootschap vindt baat bij éénzelfde wettelijke horizonbepaling. Ook kan het feit dat een controlerende aandeelhouder zijn controle dreigt te verliezen na verloop van tijd of bij een welbepaalde gebeurtenis in de toekomst, zijn appetijt om de stap naar de beurs te zetten doen afnemen. Verder houdt een horizonbepaling een inherent groter risico tot kortetermijndenken in naarmate haar afloop nadert.</p>
<p>Pour toutes ces raisons, le groupe de travail propose de ne pas imposer de clause d’extinction générale, ce qui</p>	<p>Om al deze redenen stelt de werkgroep voor geen algemene horizonbepaling op te leggen, wat opnieuw een vennootschap niet belet te</p>

⁴³ Article 4 (2) de la Directive DVM.

⁴⁴ Artikel 4 (2) MVS Richtlijn.

⁴⁵ Voir: L.A. BEBCHUK et K. KASTIEL, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", *Virginia Law Review* 2017, 585-631; T.A. KEIJZER, *Vote and Value - An economic, historical and legal-comparative study on dual class equity structures*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, 139-142. Pour une étude empirique sur ce sujet, voir: M. CREMERS, B. LAUTERBACH et A. PAJUSTE, "The Life-Cycle of Dual-Class Firm Valuation", *The Review of Corporate Finance Studies* 2024, 459-493.

⁴⁶ Zie: L.A. BEBCHUK en K. KASTIEL, "The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock", *Virginia Law Review* 2017, 585-631; T.A. KEIJZER, *Vote and Value - An economic, historical and legal-comparative study on dual class equity structures*, Deventer, Wolters Kluwer 2020, 139-142. Zie voor empirisch onderzoek hieromtrent: M. CREMERS, B. LAUTERBACH en A. PAJUSTE, "The Life-Cycle of Dual-Class Firm Valuation", *The Review of Corporate Finance Studies* 2024, 459-493.

<p>n'empêche pas une société d'opter pour une clause d'extinction statutaire adaptée à ses besoins.</p>	<p>kiezen voor een op haar maat geschreven statutaire horizonbepaling.</p>
<p>2.2.2. Garanties supplémentaires dans le cadre d'une introduction <i>midstream</i></p>	<p>2.2.2. Bijkomende waarborgen bij een <i>midstream</i> invoering</p>
<p>Les droits des détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs devraient être particulièrement protégés lors d'une introduction <i>midstream</i>.</p>	<p>De rechten van houders van aandelen met een lager stemrecht moeten in het bijzonder worden beschermd bij een <i>midstream</i> invoering.</p>
<p>Dans la proposition du groupe de travail, l'introduction <i>midstream</i> d'actions à votes multiples peut se faire de deux manières. La première possibilité consiste à émettre de nouvelles actions d'une nouvelle classe avec des droits de vote multiples par une augmentation de capital. Cela implique souvent la suppression du droit de préférence en faveur d'une ou de plusieurs personnes déterminées, et en particulier de l'actionnaire ou des actionnaires de contrôle existants. Dans ce cas, les droits des détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs seront protégés par les règles spéciales des articles 7:155 et 7:193 CSA. Toutefois, ces articles contiennent certaines imperfections qui se manifestent spécifiquement dans l'introduction d'un droit de vote multiple. Sur ces points, le groupe de travail propose de revoir les règles existantes.</p>	<p>In het voorstel van de werkgroep kan een <i>midstream</i> invoering van aandelen met meervoudig stemrecht op twee wijzen gebeuren. De eerste mogelijkheid is de uitgifte van nieuwe aandelen van een nieuwe soort met meervoudig stemrecht via een kapitaalverhoging. Veelal zal daarbij het voorkeurrecht worden opgeheven ten behoeve van een of meerdere bepaalde personen, en met name (de) bestaande controlerende aandeelhouder(s). De rechten van houders van aandelen met een lager stemrecht worden in dat geval beschermd door de bijzondere regels in de artikelen 7:155 en 7:193 WVV. Deze artikelen bevatten echter enkele onvolmaaktheden die specifiek tot uiting komen bij de invoering van meervoudig stemrecht. Op deze punten stelt de werkgroep voor de bestaande regels te herzien.</p>
<p>Une deuxième façon d'introduire dans le <i>midstream</i> des actions à droits de vote multiples consiste à scinder toutes les actions existantes (ou, si des classes existent déjà, toutes les actions d'une classe existante) en plusieurs classes, auxquels des droits de vote différents sont accordés. Si une telle "scission de classe" est effectuée au profit d'actionnaires de contrôle existants, elle ne devrait être possible qu'à condition qu'une majorité</p>	<p>Een tweede manier tot <i>midstream</i> invoering van aandelen met meervoudig stemrecht is een splitsing van alle bestaande aandelen (of indien er reeds soorten bestaan, alle aandelen van een bestaande soort) in meerdere soorten, waaraan een afwijkend stemrecht wordt toegekend. Indien een dergelijke 'soortsplitsing' gebeurt ten voordele van bestaande controlerende aandeelhouders, zou dit slechts mogelijk mogen zijn op voorwaarde dat een gekwalificeerde</p>

<p>qualifiée de détenteurs d'actions avec des droits de vote inférieurs l'accepte. En outre, les actionnaires ne seraient autorisés à voter que dans une seule série.</p>	<p>meerderheid van houders van aandelen met een lager stemrecht hiermee instemt. Bovendien zouden aandeelhouders slechts in één reeks mogen meestemmen.</p>
<p>2.3. Révision de certains cadres législatifs existants</p>	<p>2.3. Herziening van een aantal bestaande wetgevende kaders</p>
<p>Actuellement, une structure avec actions à votes multiples n'est autorisée que pour les sociétés qui ne sont pas cotées sur un marché réglementé ou un MTF. Le droit belge des sociétés, et en particulier les régimes relatifs aux classes d'actions et aux émissions d'actions, n'est donc pas adapté à l'hypothèse d'une société cotée sur un marché réglementé ou un MTF et d'une structure avec actions à votes multiples. La mise en œuvre des propositions du groupe de travail nécessite dès lors la révision d'un certain nombre de cadres législatifs existants, notamment la procédure de modification de classe (article 7:155 CSA), le droit de préférence légal en cas de classes d'actions (article 7:188 CSA), et le droit de vote de loyauté (article 7:53 CSA).</p>	<p>Op dit moment is een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht uitsluitend toegelaten voor vennootschappen zonder notering op een gereguleerde markt of MTF. Het Belgische vennootschapsrecht, en in het bijzonder de regimes in verband met aandelensoorten en -uitgiftes, is derhalve niet afgestemd op de hypothese van een vennootschap met notering op een gereguleerde markt of MTF en een structuur met aandelen met meervoudig stemrecht. De implementatie van de voorstellen van de werkgroep vereist daarom de herziening van een aantal bestaande wetgevende kaders, waaronder de soortwijzigingsprocedure (artikel 7:155 WVV), het soortgebonden wettelijk voorkeurrecht (artikel 7:188 WVV), en het loyautestemrecht (artikel 7:53 WVV).</p>
<p>La transposition de la Directive DVM offre également l'occasion de remédier à des insuffisances et lacunes de ces cadres législatifs existants. Les révisions concrètes proposées sont exposées en détail dans les explications de chaque article proposée.</p>	<p>De omzetting van de MVS Richtlijn biedt bovendien de gelegenheid om tekortkomingen en leemtes in deze bestaande wetgevende kaders recht te zetten. De concreet voorgestelde herzieningen worden in de artikelsgewijze toelichting in detail uiteengezet.</p>
<p>En outre, l'introduction de droits de vote multiples nécessite des ajustements au seuil de l'offre publique d'acquisition obligatoire, ainsi qu'à d'autres dispositions du droit des offres publiques d'acquisition et du droit de la transparence. Les choix opérés sont examinés plus en détail dans les explications article par article. En cas d'introduction des droits de vote multiples, plusieurs arrêtés royaux relatifs au droit</p>	<p>Daarnaast vereist de invoering van meervoudig stemrecht aanpassingen aan de drempel voor het verplicht bod, alsook aan enkele andere bepalingen van het overname- en transparantierecht. De gemaakte keuzes worden verder in de artikelsgewijze toelichting besproken. Als meervoudig stemrecht wordt ingevoerd, dienen ook verschillende koninklijke besluiten met betrekking tot het</p>

des valeurs mobilières devront également être adaptés.	effectenrecht te worden aangepast.
<p>Enfin, l'article 5 de la Directive DVM exige une transparence accrue sur les structures avec actions à votes multiples afin de renforcer la confiance des investisseurs et de leur permettre de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. D'une part, les sociétés qui souhaitent être cotées sur un MTF doivent inclure des informations sur la structure de leur actionariat dans la documentation de cotation (prospectus ou document d'admission). D'autre part, une fois cotées sur un MTF, elles doivent publier des informations sur la structure de leur actionariat dans un rapport annuel financier obligatoire, si ces informations n'ont pas été publiées précédemment ou si elles ont été modifiées depuis la dernière publication.</p> <p>Pour transposer l'article 5 de la Directive DVM, un certain nombre d'ajustements aux obligations de transparence dans le CSA sont proposés. Ces ajustements sont également présentés plus en détail dans les explications article par article.</p>	<p>Ten slotte vereist artikel 5 MVS Richtlijn bijkomende transparantie over structuren met aandelen met meervoudig stemrecht, om het vertrouwen van de beleggers te vergroten en hun toe te laten geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen. Enerzijds moeten vennootschappen die om een notering op een MTF verzoeken informatie over hun aandelenstructuur opnemen in de noteringsdocumentatie (prospectus of toelatingsdocument). Anderzijds moeten ze, eenmaal genoteerd op een MTF, informatie over hun aandelenstructuur bekendmaken in een wettelijk verplicht financieel jaarverslag, indien die informatie nog niet eerder was bekendgemaakt of sinds de laatste bekendmaking werd gewijzigd.</p> <p>Om artikel 5 MVS Richtlijn om te zetten worden een aantal aanpassingen aan de transparantieverplichtingen in het WVV voorgesteld. Ook deze aanpassingen worden verder in de artikelsgewijze toelichting uiteengezet.</p>
COMMENTAIRE DES ARTICLES	ARTIKELSGEWIJZE TOELICHTING
[La reste de la traduction française suivra plus tard]	
Art. 1	Art. 1
	Dit artikel preciseert dat het wets[voorstel/ontwerp] een aangelegenheid regelt als bedoeld in artikel 74 van de grondwet.
Art. 2	Art. 2
	Dit wets[voorstel/ontwerp] zet Richtlijn (EU)

	2024/2810 van het Europees Parlement en de Raad van 23 oktober 2024 betreffende structuren met aandelen met meervoudig stemrecht in ondernemingen die om de toelating tot de handel van hun aandelen op een multilaterale handelsfaciliteit om.
Art. 3 [article 3:6 CSA]	Art. 3 [artikel 3:6 WVV]
	<p>Artikel 5 MVS Richtlijn bevat bijkomende transparantieplichtingen over structuren met aandelen met meervoudig stemrecht. Deze transparantieplichtingen bestaan reeds voor vennootschappen met een notering op een gereguleerde markt. Wat het jaarverslag betreft, overlappen de verplichtingen van artikel 5, lid 3 e MVS Richtlijn (quasi) volledig met de informatieverplichtingen voor genoteerde vennootschappen vervat in artikel 34 (1°, 2°, 5° en 6°) van het koninklijk besluit van van 14 november 2007 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt. Dit koninklijk besluit is op zijn beurt de omzetting van artikel 10 Overnamerichtlijn (2004/25/EG). Zij overlappen ook met artikel 14, vierde lid wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen (zie artikel 3:6, § 2, 4° en 7° WVV). De MVS Richtlijn verduidelijkt wel dat de beschrijving van de kapitaalstructuur ook het totale aantal stemmen dat de aandelen in elke soort vertegenwoordigen moet melden. Deze informatie is thans niet expliciet voorgeschreven door artikel 34, 1° koninklijk besluit van 14 november 2007, maar kan wel worden afgeleid uit de samenlezing van (i) de rechten die elke soort van aandelen verleent en (ii) het totaal aantal aandelen in elke soort. Niettemin is het aangewezen om deze verplichtingen ook in het koninklijk besluit van</p>

	<p>14 november 2007 te verduidelijken.</p> <p>Vennootschappen die genoteerd zijn op een MTF zijn niet verplicht gelijkaardige informatie op te nemen in hun jaarverslag. Artikel 3:6, § 2 WVV geldt enkel voor genoteerde vennootschappen (in de zin van artikel 1:11, eerste lid WVV). De Koning maakte ook nog geen gebruik van de machtiging in art. 1:11, tweede lid WVV om bepaalde verplichtingen voor genoteerde vennootschappen geheel of gedeeltelijk van toepassing te verklaren op vennootschappen met een notering op een MTF.</p> <p>Ter omzetting van artikel 5 MVS Richtlijn wordt voorgesteld om artikel 3:6, § 2, 4° en 7° WVV <i>mutatis mutandis</i> van toepassing te verklaren op vennootschappen met een notering op een MTF, op vergelijkbare wijze als reeds het geval is in artikel 3:6, § 2, tweede lid voor organisaties van openbaar belang als bedoeld in artikel 1:12, 2° WVV. Aldus wordt de toepassing van artikel 34, 1°, 2°, 5°, en 6° koninklijk besluit van 14 november 2007 en artikel 14, vierde lid Wet van 2 mei 2007 doorgetrokken naar vennootschappen met een notering op een MTF.</p>
Art. 4 [article 5:2 CSA]	Art. 4 [artikel 5:2 WVV]
	<p>Artikel 5:2, §1, 2° wordt aangevuld met de bepalingen die na de voorgestelde wijzigingen relevant worden voor een genoteerde BV.</p> <p>Net als voor de genoteerde NV maakt het voorstel meervoudig stemrecht mogelijk voor de genoteerde BV.</p> <p>De keuze voor de maximale multiplicator van 1:20 wordt gemotiveerd in de toelichting bij artikel 5 (wijzigingen aan artikel 7:52 WVV). Er wordt aangesloten bij artikel 7:52 WVV, met aanpassingen omwille van het ontbreken van het concept van kapitaal in de BV. Vaak is in de BV het laagste aantal stemmen verbonden aan een aandeel met stemrecht één stem, waardoor de aandelen met meervoudig stemrecht maximaal 20 stemmen per aandeel</p>

	<p>kunnen krijgen in een genoteerde BV. Alle aandelen met stemrecht kunnen bijvoorbeeld ook twee stemmen hebben, in welk geval de BV bij de invoering van het meervoudig stemrecht maximaal 40 stemmen kan toekennen aan een aandeel.</p> <p>Dezelfde beperking wordt tevens toegepast op BV's waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten, zoals vereist door de MVS-Richtlijn.</p>
Art. 5 [article 7:52 CSA]	Art. 5 [artikel 7:52 WVV]
	<p>Het aantal stemrechten van aandelen met meervoudig stemrecht wordt beperkt tot maximaal twintig keer het stemrecht van het aandeel met het kleinste stemrecht. Deze maximale multiplicator van 1:20 kadert binnen de keuze voor een voldoende flexibel regime. Zij ligt in lijn met de internationale tendens om het wetgevende kader voor een structuur van aandelen met meervoudig stemrecht te versoepelen, zoals de maximum ratio van 1:20 in het Verenigd Koninkrijk (die bovendien binnenkort volledig wordt afgeschaft) en de maximum ratio van 1:25 in Frankrijk voor MTF's (voor de gereguleerde markt geldt er geen maximum ratio). Een andere veelvoorkomende maximum ratio is 1:10 (zoals in Duitsland, Zweden en Italië), maar die ratio is te laag, gezien de tendens naar hogere maximum ratio's.</p> <p>Een maximale multiplicator hoger dan 1:20 lijkt ook niet wenselijk, aangezien dit controlerende aandeelhouders zou toestaan om de controle over de vennootschap te behouden met een bijzonder lage kapitaalparticipatie.</p> <p>Indien de aandelen alle een gelijke kapitaalvertegenwoordigende waarde hebben, volstaat het om het stemrecht van het aandeel met het laagste stemrecht te vermenigvuldigen met 20 om het maximale stemrecht te bepalen. Meestal is het laagste</p>

aantal stemmen per aandeel eenvoudigweg 1, zodat het maximaal aantal stemmen per aandeel voor de aandelen met meervoudig stemrecht 20 is. Alle aandelen kunnen bijvoorbeeld ook 2 stemmen hebben. In dat geval kan de vennootschap bij de invoering van het meervoudig stemrecht maximaal 40 stemmen toekennen aan een aandeel.

In NV's met aandelen met een verschillende kapitaalvertegenwoordigende waarde is het complexer. Daar dient eerst te worden bepaald welk aandeel het aandeel met het laagste stemrecht in verhouding tot de kapitaalvertegenwoordigende waarde is. Eens dat is bepaald, kan de verhouding tussen stemrecht en kapitaalvertegenwoordigende waarde maximaal twintig keer hoger zijn.

Het maximale stemrecht van een aandeel wordt op basis van volgende formule berekend:

$$MS_{\text{aandeel}} = PSR_{\text{min}} * KVV_{\text{aandeel}} * 20 \text{ waarbij}$$

MS_{aandeel} = het maximale stemrecht dat aan het betrokken aandeel kan worden verleend;

PSR_{min} = laagste proportionele stemrecht per aandeel (in stemmen/euro kapitaalvertegenwoordigende waarde);

KVV_{aandeel} = de kapitaalvertegenwoordigende waarde van het betrokken aandeel.

Ter illustratie: een NV met aandelen met een kapitaalvertegenwoordigende waarde van €1, €20 en €50. Overeenkomstig art. 7:51 WvV krijgen deze aandelen respectievelijk 1, 20 en 50 stemmen per aandeel. Bij toepassing van de maximale multiplicator van 1:20 kan de NV bijvoorbeeld aan de aandelen met €1 kapitaalvertegenwoordigende waarde 1 stem per aandeel toekennen, en aan de aandelen met €20 kapitaalvertegenwoordigende waarde 20 stemmen per aandeel, en aan de aandelen met €50 kapitaalvertegenwoordigende waarde maximaal 1000 stemmen per aandeel (20 keer 50).

Meervoudig stemrecht kan ook worden gecreëerd door het stemrecht van de

	<p>aandelen met hogere kapitaalvertegenwoordigende waarde te beperken. Stel dat een genoteerde NV aan de aandelen met €1 kapitaalvertegenwoordigende waarde 1 stem per aandeel wil toekennen, aan de aandelen met €20 kapitaalvertegenwoordigende waarde 20 stemmen per aandeel, en aan de aandelen met €50 kapitaalvertegenwoordigende waarde opnieuw 1 stem per aandeel. De aandelen met €50 kapitaalvertegenwoordigende waarde zouden in dat geval slechts 0,02 stemmen per euro kapitaalvertegenwoordigende waarde krijgen, terwijl de andere aandelen 1 stem per euro kapitaalvertegenwoordigende waarde krijgen. Dat zou neerkomen op een multiplicator van 50 ten voordele van de aandelen met een kapitaalvertegenwoordigende waarde van €1 en €20. De voorgestelde wettekst laat deze verdeling van stemrechten niet toe, door te bepalen dat rekening moet worden gehouden met het relatieve stemrecht per euro kapitaalvertegenwoordigende waarde.</p> <p>Voor zover als nodig wordt verduidelijkt dat bovenstaande geen afbreuk doet aan de mogelijkheid om aandelen zonder stemrecht uit te geven. De maximale multiplicator houdt immers enkel rekening met aandelen met stemrecht.</p> <p>De maximale multiplicator is ook van toepassing op een NV waarvan een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten. Artikel 4.1 b) i) MVS-Richtlijn vereist dat. Er wordt voor gekozen om dit te verduidelijken in artikel 7:52 WvV, en niet langer in artikel 5 Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen.</p> <p>Ten slotte mag het meervoudig stemrecht niet worden gekoppeld aan de duur van het aandeelhouderschap. De bedoeling van deze bepaling is om aandelen met meervoudig stemrecht goed af te bakenen van het loyauteitsstemrecht, zoals in de toelichting bij artikel 6 (wijzigingen aan artikel 7:53 WvV)</p>
--	--

	<p>verder wordt toegelicht. Dit verbod sluit evenwel niet uit dat vennootschappen het meervoudig stemrecht koppelen aan een horizonbepaling.</p>
Art. 6 [article 7:53 CSA]	Art. 6 [artikel 7:53 WVV]
	<p>Het systeem van het loyauteitsstemrecht in artikel 7:53 WVV kan blijven bestaan naast aandelen met meervoudig stemrecht, gelet op de deels verschillende finaliteit, maar een cumul van het meervoudig stemrecht met het loyauteitsstemrecht moet worden verboden. Een genoteerde NV die wil afwijken van het “<i>one share one vote</i>”-principe, moet m.a.w. kiezen tussen het loyauteitsstemrecht en het meervoudig stemrecht. Dit vermijdt misbruiken en komt de rechtszekerheid en transparantie voor investeerders ten goede.</p> <p>Belangrijk is dat beide systemen goed van elkaar te onderscheiden zijn. Het gebruik van het loyauteitsstemrecht in genoteerde NV's mag slechts mogelijk zijn binnen de grenzen van artikel 7:53 WVV. Concreet mag een genoteerde NV statutair het loyauteitsstemrecht niet als het ware integreren in het meervoudig stemrecht door bijvoorbeeld te bepalen dat het meervoudig stemrecht afhankelijk wordt gemaakt van de duurtijd van het aandeelhouderschap. Het verbod om het meervoudig stemrecht te koppelen aan de duurtijd van het aandeelhouderschap wordt geëxpliciteerd in het nieuwe derde lid van artikel 7:52 WVV. Ook andere vormen van voorwaardelijk meervoudig stemrecht waarbij duidelijk een of meerdere welbepaalde aandeelhouders worden bevoordeeld, zouden verboden kunnen worden geacht op basis van misbruik van meerderheid.</p> <p>Het statutair loyauteitsstemrecht in vennootschappen die niet zijn genoteerd op een gereguleerde markt of een MTF dient wel mogelijk te zijn, zoals dit volgens de rechtsleer vandaag al het geval is.</p>

	<p>Een bijzondere overgangsregeling is overbodig: wanneer een genoteerde vennootschap het loyauteitsstemrecht heeft ingevoerd en nu wil opteren voor het meervoudig stemrecht, zullen de in deze hervorming voorgestelde procedures minderheidsaandeelhouders afdoende beschermen. Hoewel 'loyale' aandeelhouders hun dubbel stemrecht kunnen gebruiken bij de stemming over de invoering van het meervoudig stemrecht, zal een gekwalificeerde meerderheid van minderheidsaandeelhouders haar akkoord moeten geven hetzij via de stemming in de toekomstige soorten (invoering via asymmetrische soortsplitsing overeenkomstig het voorgestelde gewijzigde artikel 7:155 WVV), hetzij via de <i>majority of minority</i>-stemming (invoering via uitgifte van nieuwe aandelen met opheffing van voorkeurrecht ten gunste van bepaalde personen overeenkomstig het voorgestelde gewijzigde artikel 7:193 WVV).</p> <p>Daarnaast wordt van de gelegenheid gebruik gemaakt om de meerderheidsvereiste van toepassing voor de invoering (en afschaffing) van het loyauteitsstemrecht opnieuw naar de gebruikelijke meerderheid van 75% te brengen, i.p.v. de huidige 2/3 meerderheid, die wordt bekritiseerd in de doctrine. Een verdere aanscherping van de meerderheidsvereiste, door bijvoorbeeld steeds een <i>majority of minority</i>-vereiste in te voeren, en niet alleen bij de <i>midstream</i> invoering van het loyauteitsstemrecht, brengt een grotere mate van complexiteit met zich mee. Het wets[ontwerp/voorstel] houdt het daarom bij de vereisten voor een klassieke statutenwijziging.</p> <p>Daarnaast wordt ook aan artikel 7:53 WVV toegevoegd dat aandeelhouders ook afstand kunnen doen van verkregen loyauteitsstemrecht. Dit kan nuttig zijn als zij door de verwerving van het bijkomend stemrecht ongewild de drempel voor verplicht bod of een transparantiemelding zouden</p>
--	---

	<p>overschrijden. Om misbruik te vermijden moet deze verzeking wel onvoorwaardelijk en onherroepelijk zijn.</p> <p>Ten slotte wordt verduidelijkt dat artikel 7:53 WVV ook geldt voor vennootschappen met een notering op een MTF. Dat was reeds het geval, maar stond vermeld in artikel 5 Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, waar het zou moeten worden geschrapt.</p>
Art. 7 [article 7:58 CSA]	Art. 7 [artikel 7:58 WVV]
	<p>De voorgestelde tekst breidt de regel dat aan winstbewijzen slechts één stem per effect verbonden mag zijn uit naar vennootschappen waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten. Dat is reeds het geval, maar staat vermeld in artikel 5 Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, waar het zou moeten worden geschrapt. Meervoudig stemrecht blijft niet toegelaten voor winstbewijzen, omdat het te complex zou zijn om de maximale ratio van 1:20 te definiëren in de verhouding tussen aandelen en winstbewijzen.</p>
Art. 8 [article 7:141 CSA]	Art. 8 [artikel 7:141 WVV]
	<p>Vennootschappen met verschillende soorten effecten (vooral met verschillende stemrechten) zouden de uitkomst van de stemming op de algemene vergadering per soort moeten bekendmaken. Zo kan gemakkelijker worden berekend in welke mate een voorstel van besluit ook steun krijgt van een meerderheid van de aandelen, en niet enkel een meerderheid van de stemmen (met andere woorden: in welke mate het meervoudig stemrecht heeft gewogen op de uitkomst).</p> <p>Naar luid van artikel 7:141, §1, tweede lid WVV moet in de notulen van de algemene vergaderingen van genoteerde</p>

	<p>vennootschappen voor elk besluit informatie worden opgenomen over (i) het aantal aandelen (of andere effecten) waarvoor geldige stemmen zijn uitgebracht, (ii) het deel dat deze in het kapitaal vertegenwoordigen, (iii) het totaal aantal geldig uitgebrachte stemmen en (iv) het aantal stemmen dat voor of tegen elk besluit is uitgebracht, alsook het aantal onthoudingen. Dit laat in principe reeds toe om de impact van de afwijking van de regel “één aandeel, één stem” tot op zekere hoogte te meten. Weliswaar moet de informatie vandaag nog niet per soort worden vermeld (daar is ook minder reden toe aangezien er geen soorten met meervoudig stemrecht mogelijk zijn in genoteerde vennootschappen), maar voor alle aandelen samen. De impact van het loyauiteitsstemrecht (artikel 7:53 WVV) kan wel reeds worden berekend aan de hand van deze informatie. Er wordt voorgesteld dat de informatie over de stemresultaten in voorkomend geval (d.i. wanneer de genoteerde vennootschap meerdere soorten aandelen of winstbewijzen (met een verschillend stemrecht) heeft uitgegeven) voortaan ook wordt opgesplitst per soort, zodoende dat de vennootschap het aantal stemmen vóór en tegen en het aantal onthoudingen per soort dient bekend te maken.</p> <p>Deze verplichting wordt in omzetting van de MVS Richtlijn uitgebreid tot vennootschappen waarvan de aandelen of de certificaten die op die aandelen betrekking hebben zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit.</p>
<p>Art. 9 [article 7:155 CSA]</p>	<p>Art. 9 [artikel 7:155 WVV]</p>
	<p>De wijzigingen aan artikel 7:155 WVV en het ontworpen artikel 7:155/1 WVV strekken ertoe twee zaken te verbeteren aan het bestaande soortwijzigingsregime, die beide noodzakelijk zijn om de coherentie van dit wets[ontwerp/voorstel] te verzekeren, ook al hebben ze een algemenere draagwijdte.</p>

	<p>Een eerste deel van de voorgestelde aanpassingen (m.n. de aanpassingen aan artikel 7:155, § 1, tweede lid, WVV) beoogt om de bestaande discussies rond “soortdisproportionele uitgiftes” (d.w.z. uitgiftes van nieuwe aandelen zonder dat in elke bestaande soort een proportioneel aantal aandelen wordt uitgegeven) op te lossen, die de algemene doelstelling van dit wets[ontwerp/voorstel] riskeert te doorkruisen.</p>
	<p>Het tweede deel (m.n. de aanpassingen aan artikel 7:155, § 1, derde lid, en § 3, WVV en nieuw ontwerpartikel 7:155/1 WVV) voert een duidelijke regeling in rond soortsplitsing in het algemeen, en met het oog op de invoering van aandelen met meervoudig stemrecht in genoteerde vennootschappen (op een gereguleerde markt of op een MTF).</p>
	<p>Daarnaast beogen deze wijzigingen de leesbaarheid van de regeling te verbeteren, door het bestaande artikel 7:155 WVV op te splitsen in twee paragrafen: paragraaf 1 over het toepassingsgebied en paragraaf 2 over de te volgen procedure. De bijzondere meerderheid voor een soortsplitsing wordt dan weer in een nieuwe paragraaf 3 opgenomen.</p>
	<p><i>Soortdisproportionele uitgiftes</i></p>
	<p>Het eerste deel van de voorgestelde aanpassingen (m.n. de aanpassingen aan artikel 7:155, § 1, tweede lid, WVV) heeft betrekking op de bestaande discussies over “soortdisproportionele uitgiftes”. In een vennootschap met twee of meer soorten van aandelen kan zich met name de volgende situatie voordoen: de vennootschap wil nieuwe aandelen van één (of meerdere) soort(en) uitgeven zonder gelijktijdige uitgifte van een proportioneel aantal nieuwe aandelen in elke andere soort. Zo’n “soortdisproportionele uitgifte” houdt een risico in op economische verwatering, nu het wettelijk voorkeurrecht wordt georganiseerd per soort (artikel 7:188, tweede lid, WVV), ook</p>

	<p>al kan dat voorkeurrecht worden beperkt of helemaal opgeheven. Aandeelhouders van de soort waarvan geen (of disproportioneel minder) nieuwe aandelen worden uitgegeven genieten geen (of disproportioneel minder) voorkeurrechten en ondergaan daardoor een groter risico op economische verwatering dan aandeelhouders van de soort waarvan wel (of disproportioneel meer) nieuwe aandelen worden uitgegeven. Als aan de soorten verschillend stemrecht is verbonden, leidt een soortdisproportionele uitgifte tot een nog grotere verschuiving van de onderlinge machtsverhoudingen tussen de soorten.</p>
	<p>Vandaag biedt het WVV bescherming tegen zowel het economisch verwateringsrisico als de machtsverschuiving tussen de soorten, door de procedure van artikel 7:155 WVV van toepassing te verklaren op elke soortdisproportionele uitgifte. Deze procedure vereist onder meer dat het voorstel van besluit binnen elke soort moet worden goedgekeurd met naleving van de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten voorgeschreven voor een statutenwijziging. Hoewel die regeling de nodige bescherming biedt, creëert zij tegelijk het risico dat een potentieel kleine groep aandeelhouders de gehele verrichting kan tegenhouden. Zodra een (groep) aandeelhouder(s) meer dan 25% van de aandelen aanhoudt in minstens één van de soorten, geniet hij in feite een vetorecht met betrekking tot de verrichting (dat hij uiteraard niet mag misbruiken). Bij aandelenuitgiftes waarbij geen soorten aan de orde zijn, gelden daarentegen enkel de gewone regels voor statutenwijziging, waardoor een (groep) aandeelhouder(s) de verrichting slechts kan tegenhouden als hij meer dan 25% van alle uitgebrachte stemmen controleert.</p>
	<p>De bestaande regel over soortdisproportionele uitgiftes leidt vandaag tot een zekere terughoudendheid om in het algemeen soorten van aandelen te creëren. Dat een (groep) aandeelhouder(s) meer dan 25% van de aandelen zou aanhouden in één van de</p>

	<p>soorten komt immers frequent voor, omdat de bedoeling van soortvorming er dikwijls in bestaat dat bepaalde soorten zijn voorbehouden aan bepaalde aandeelhouders. Omwille van de bestaande regel over soortdisproportionele uitgiftes zouden dan aan een nieuwe soort niet enkel de bijzondere rechten zijn verbonden die daaraan uitdrukkelijk worden toegekend, maar in feite ook de blokkeringsmacht om potentiële toekomstige soortdisproportionele uitgiftes tegen te houden, wat niet altijd als wenselijk wordt ervaren.</p>
	<p>De kerndoelstelling van dit wets[ontwerp/voorstel] is een veralgemening van de mogelijkheid om aandelen met meervoudig stemrecht te creëren. Dat vereist de creatie van verschillende soorten van aandelen. Daarom wordt voorgesteld om de verplichte toepasselijkheid van artikel 7:155 WVV op soortdisproportionele uitgiftes te herzien.</p>
	<p>Vennootschappen zouden voortaan statutair mogen afwijken van de verplichte toepasselijkheid van artikel 7:155 WVV op soortdisproportionele uitgiftes.</p>
	<p>Deze regeling biedt rechtszekerheid, doordat zij (zoals vandaag) geen twijfel laat bestaan dat de goedkeuring van een besluit tot soortdisproportionele uitgifte een toepassing van artikel 7:155 WVV vergt. Waar vandaag de wet daarover duidelijk is, volgt die duidelijkheid in de nieuwe regeling uit een samenlezing van de wet en de statuten.</p>
	<p>Bij gebruik van de statutaire afwijkingsmogelijkheid zou nog de vraag kunnen rijzen of een concreet voorgenomen soortdisproportionele uitgifte toch de toepassing van artikel 7:155 WVV kan vereisen omdat zij onrechtstreeks de respectieve rechten verbonden aan een soort zou wijzigen. In het algemeen kan daarop worden geantwoord dat, bij gebruik van de statutaire afwijkingsmogelijkheid, het loutere</p>

	<p>feit dat nieuwe aandelen worden uitgegeven van één (of meer) van de soorten zonder gelijktijdige uitgifte van een proportioneel aantal nieuwe aandelen in elke andere soort, geen onrechtstreekse soortwijziging is en dus niet tot de toepassing van artikel 7:155 WVV leidt. Het blijft weliswaar denkbaar dat een concreet voorgenomen soortdisproportionele uitgifte tevens andere gevolgen zou teweegbrengen, die er alsnog toe leiden dat de rechten verbonden aan de soorten onrechtstreeks worden gewijzigd, maar die bedenking geldt voor om het even welke mogelijke verrichting. De specifieke regeling voor soortdisproportionele uitgiftes moet daarmee dan ook geen rekening houden.</p>
	<p>De regeling biedt ook de nodige praktische flexibiliteit. Vennootschappen kunnen een algemene statutaire afwijking van de wettelijke basisregel invoeren, of specifiek voor een of meerdere welbepaalde soorten (bv. geen toepassing van artikel 7:155 WVV bij uitgifte van disproportioneel meer nieuwe aandelen van een soort met enkelvoudig stemrecht, maar wel bij uitgifte van disproportioneel meer nieuwe aandelen van een soort met meervoudig stemrecht). De statutaire afwijking kan ook gepaard gaan met een alternatieve statutaire bescherming (bv. wel een versterkte meerderheid, maar geen stemming per soort noch bijzondere verslagplicht). Daarenboven kunnen vennootschappen de statutair gemaakte keuze steeds herzien, zowel om redenen hen eigen (bv. bij creatie of afschaffing van een soort, of in functie van wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur) als op grond van algemene evoluties (bv. ontwikkeling van de marktpraktijk).</p>
	<p>Tot slot blijft de hervormde regeling gepaste aandeelhoudersbescherming bieden. De sterke bestaande bescherming (toepasselijkheid van artikel 7:155 WVV op soortdisproportionele uitgiftes) blijft behouden als basisregel. Weliswaar kan van die regel voortaan statutair worden afgeweken, maar enkel met naleving van de procedure van</p>

	<p>paragraaf 2 van artikel 7:155 WvV (tenzij ze wordt ingevoerd bij oprichting van de vennootschap). Hetzelfde geldt voor besluiten tot aanpassing of afschaffing van zo'n statutaire regeling. Zowel de meerderheid per soort als de verslagplichten zijn dwingend van toepassing.</p>
	<p>Het wets[ontwerp/voorstel] opteert bewust voor een opt-outsysteem, eerder dan een opt-insysteem. Dit vertaalt de wens om bij wijze van uitgangspunt wel deze aandeelhoudersbescherming te bieden maar ook eerbied te hebben voor bestaande machtsevenwichten en daarmee verband houdende regelingen in statuten en aandeelhoudersovereenkomsten, die vandaag zijn gebaseerd op een systeem waarin artikel 7:155 WvV wel verplicht van toepassing is op elke soortdisproportionele uitgifte.</p>
	<p>Volledigheidshalve wordt er ook op gewezen dat het wets[ontwerp/voorstel] de procedure tot opheffing van het wettelijk voorkeurrecht aanscherpt om misbruiken te vermijden, in het bijzonder in situaties met meervoudig stemrecht (zie de toelichting bij de voorgestelde aanpassingen aan artikel 7:193 WvV). Dit verhoogt de aandeelhoudersbescherming in het algemeen, en dus ook bij soortdisproportionele aandelenuitgiftes in vennootschappen die gebruik maken van de statutaire opt-outmogelijkheid.</p>
	<p>Soortsplitsing</p>
	<p>Zoals in de algemene toelichting uiteengezet, kan de creatie van aandelen met meervoudig stemrecht in een vennootschap die nog geen aandelensoorten heeft, op twee wijzen gebeuren. De eerste optie bestaat erin om in het kader van een kapitaalverhoging een nieuwe soort van aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven. De tweede optie bestaat erin de bestaande aandelen (of indien er reeds soorten bestaan, een bestaande</p>

	<p>soort) te splitsen in meerdere soorten waaraan een afwijkend stemrecht wordt toegekend. Het tweede deel van de voorgestelde aanpassingen (m.n. de aanpassingen aan artikel 7:155, § 1, derde lid, en § 3, WVV en het ontworpen artikel 7:155/1 WVV) werkt deze tweede optie uit.</p>
	<p>Daartoe wordt eerst een discussie over het huidige artikel 7:155 WVV beslecht. De meerderheid van de rechtsleer verdedigt de stelling dat de splitsing van aandelen met dezelfde rechten (ofwel alle aandelen indien geen soorten bestaan, ofwel een reeds bestaande soort) in aandelensoorten met verschillende rechten in principe de individuele toestemming van iedere aandeelhouder (c.q. van de gesplitste soort) vereist. Dit is enkel niet het geval indien de splitsing perfect proportioneel gebeurt, d.w.z. alle aandeelhouders gelijk raakt (zie ook verder). Dit laatste is echter vrij theoretisch, aangezien een soortsplitting (buiten het geval waarbij wordt beoogd om de waarde van een aandeel naar beneden te brengen) meestal net beoogt om bepaalde aandeelhouders andere rechten te geven dan andere aandeelhouders. Een minderheidsstrekking verdedigt dat een eenvoudige statutenwijziging voor soortsplitting kan volstaan. Veronderstel dat in een vennootschap zonder soorten, drie aandeelhouders respectievelijk 50 (aandeelhouder A), 25 (aandeelhouder B) en 25 aandelen (aandeelhouder C) hebben. Indien aandeelhouder A en B samen aan hun aandelen via splitsing extra rechten willen toekennen (bijvoorbeeld 10 stemmen per aandeel, of een preferent dividend), dan kan dit volgens de meerderheidsstrekking niet zonder de instemming van C, terwijl de minderheidsstrekking verdedigt dat een eenvoudige statutenwijziging volstaat en C de splitsing in zijn nadeel dus niet kan verijdelen.</p>
	<p>In het belang van de rechtszekerheid beslecht het voorliggende wets[ontwerp/voorstel] die discussie. Het is immers mogelijk dat</p>

	<p>genoteerde vennootschappen liever de optie van aandelensplitsing zullen gebruiken om aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren, dan de optie van de uitgifte van nieuwe aandelen. Als de meerderheidsvisie geldt, met name unanieme instemming van de “getroffen” aandeelhouders, wordt het meervoudig stemrecht voor hen volstrekt theoretisch. Tegelijk kan de oplossing niet tot genoteerde vennootschappen worden beperkt. Het moet immers duidelijk zijn tegen welke “gemeenrechtelijke” maatstaf de voorgestelde regeling voor genoteerde vennootschappen moet worden afgewogen om te beoordelen of zij een versoepeling dan wel een verstrenging inhoudt en om te motiveren waarom die versoepeling dan wel verstrenging nodig is. De rechtsonzekerheid enkel voor genoteerde vennootschappen wegnemen zou daarnaast ook een gemiste kans zijn.</p>
	<p>Het voorliggende wets[ontwerp/voorstel] realiseert deze doelstellingen via een aanpak op twee niveaus.</p>
	<p>Eenzijds wordt voor vennootschappen in het algemeen bij de meerderheidsstrekking aansluiting gezocht, door in een nieuw lid van artikel 7:155, §1 WVV, de soortplitsing als bijzondere variant van de wijziging van soortrechten te expliciteren. Zo worden heel wat verschillende scenario's van soortplitsing geïllustreerd, waaronder:</p>
	<p>(i) Een vennootschap zonder soorten splitst 1000 aandelen in een soort met 50 preferente aandelen en een soort met 950 gewone aandelen.</p>
	<p>(ii) Een vennootschap met A-, B- en C-aandelen van verschillende soort, splitst de C-aandelen in nieuwe soorten D- en E-aandelen.</p>
	<p>(iii) Een vennootschap met A-, B- en C-aandelen van verschillende soort, splitst de C-aandelen over de A- en B-</p>

	aandelen.
	(iv) Een vennootschap met A-, B- en C-aandelen van verschillende soort, splitst de C-aandelen over de A-aandelen en een nieuwe soort D-aandelen.
	(v) Een vennootschap met 500 A-, 500 B- en 1000 C-aandelen van verschillende soort, zet 100 A-aandelen om in een nieuwe D-soort, maar wijzigt niets aan de overige 400 A-aandelen.
	(vi) Een vennootschap met 500 A-, 500 B- en 1000 C-aandelen van verschillende soort, wisselt 100 A-aandelen in voor B-aandelen en laat de overige 400 A-aandelen ongewijzigd.
	Een nieuwe paragraaf 3 van artikel 7:155 WVV regelt de soortsplitsing.
	Het eerste lid legt een bijkomend element van verantwoording op in het bestuursverslag dat aan de operatie voorafgaat en ook is vereist bij de creatie van soorten in vennootschappen die nog geen soorten hebben: het bestuursorgaan moet ook de gevolgen van de soortsplitsing op de gesplitste soort (en als er nog geen soorten zijn, op de bestaande aandelen) uiteenzetten. Het verslag moet niet enkel beschrijven welke verschillende rechten de aandelen krijgen, maar ook concreet aangeven welke financiële of andere gevolgen de soortsplitsing zal hebben voor de betrokken aandeelhouders. Als het voorstel voorhoudt dat de voorgenomen soortsplitsing “symmetrisch” is, en de aandeelhouders dus wel gelijk worden behandeld, moet dit in het bijzonder worden toegelicht.
	Het tweede lid zoekt, wat de besluitvorming betreft, aansluiting bij de eerder vermelde meerderheidsstelling. De minderheidsstrekking laat te veel ruimte voor misbruiken, waarbij minderheidsaandeelhouders in strijd met het

	<p>vennootschapscontract (of althans de meest logische interpretatie daarvan op basis van de gemeenschappelijke bedoelingen van partijen <i>ex ante</i>) fundamenteel ongelijk worden behandeld door meerderheidsaandeelhouders die eenzijdig hun rechten zouden confisqueren. Een belangrijke nuance is wel dat, om de rechtszekerheid te bevorderen, de bevoegdheid tot soortsplitsing uitdrukkelijk aan de algemene vergadering wordt toegekend, en de eenparige instemming enkel wordt vereist van de aandeelhouders van de betrokken soort. De verrichting wordt dus opgevat als een vennootschapsbeslissing en niet als een “contractwijziging” tussen individuele aandeelhouders buiten de vennootschapsorganen om. Het volstaat dus dat de algemene vergadering geldig is opgeroepen en samengesteld, dat het aanwezigheidsquorum is bereikt, en dat alle normale besluitvormingsregels worden gevolgd. Alleen moet de beslissing bij eenparigheid van de aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders met aandelen van de gesplitste soort worden aangenomen, met andere woorden geen van die aandeelhouders mag ter vergadering tegenstemmen. Onthoudingen worden bij toepassing van de gewone regels niet meegerekend. Een gelijkaardige vereiste van eenparige goedkeuring bestaat al in het kader van een splitsing van de vennootschap waarbij de aandelen van de verkrijgende vennootschappen worden verdeeld over de aandeelhouders van de te splitsen vennootschap, anders dan naar evenredigheid met hun rechten op het kapitaal in de te splitsen vennootschap (of, als de vennootschap geen kapitaal heeft, hun aandeel in haar eigen vermogen) (cf. artikel 12:67, § 6, artikel 12:83, § 6, en artikel 12:131, § 6, WVV).</p>
	<p>Is de soortsplitsing symmetrisch, dan is er geen unanieme instemming vereist, en is de meerderheid voor een statutenwijziging van toepassing. Bij symmetrische soortsplitsingen</p>

	<p>wordt elk aandeel van de gesplitste soort (ongeacht of zijn houder aanwezig of vertegenwoordigd is op de algemene vergadering) gesplitst in identiek dezelfde verhouding. Als bijvoorbeeld een soort van 100 aandelen die in handen zijn van drie aandeelhouders (X met 20 aandelen, Y met 30 aandelen en Z met 50 aandelen) wordt gesplitst naar twee nieuwe soorten, soort A met 30 aandelen en soort B met 70 aandelen, dan is de soortsplitsing symmetrisch als de aandelen als volgt worden verdeeld: X krijgt 6 A-aandelen (d.i. 20% van de 30 A-aandelen) en 14 B-aandelen (d.i. 20% van de 70 B-aandelen), Y krijgt 9 A-aandelen (d.i. 30% van de 30 A-aandelen) en 21 B-aandelen (d.i. 30% van de 70 B-aandelen) en Z krijgt tot slot 15 A-aandelen (d.i. 50% van de 30 A-aandelen) en 35 B-aandelen (d.i. 50% van de 70 B-aandelen). Om te vermijden dat door afronding geen perfecte proportionaliteit kan worden bereikt, kunnen de aandelen eerst worden gesplitst, of kan een systeem van overdracht van fracties worden georganiseerd, zoals bij de vaststelling van de ruilverhouding in het kader van fusies of splitsingen.</p>
	<p>Zijn er reeds soorten, dan moeten § 2, tweede lid, en § 3, tweede lid, van artikel 7:155 WVV cumulatief worden toegepast. Dit betekent concreet het volgende:</p>
(i)	<p>(i) Bij een symmetrische soortsplitsing zijn binnen elke soort de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten vereist die voor een statutenwijziging gelden. Aangezien de gelijkheid van de aandeelhouders binnen de gesplitste soort wordt gerespecteerd, volstaat die meerderheid binnen elke soort, inclusief de gesplitste. De “tenzij” in de laatste zinsnede van paragraaf 3, tweede lid heft met andere woorden enkel de bijkomende vereiste van eenparigheid, maar niet de overige vereisten van artikel 7:155 WVV op. Zo moet bv. het bestuursverslag het symmetrische</p>

	karakter van het voorstel toelichten.
(ii)	(ii) Bij een asymmetrische soortsplitsing gelden binnen elke soort de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten vereist voor een statutenwijziging én daar bovenop de eenparige goedkeuring binnen de ongelijk gesplitste soort.
Art. 10 [article 7:155/1 CSA]	Art. 10 [artikel 7:155/1 WVV]
	<p>Het ontworpen artikel 7:155/1 WVV bevat een bijzondere regeling voor vennootschappen genoteerd op een gereguleerde markt of MTF, die hierop neerkomt dat meervoudig stemrecht via soortsplitsing kan worden doorgevoerd volgens de “reguliere” regels voor wijziging van soortrechten, maar “getransponeerd” binnen de toekomstige (voorgestelde) soorten. Hiermee zoekt het ontwerp specifiek voor meervoudig stemrecht in genoteerde vennootschappen een middenweg tussen de eenparigheid en de “gewone” statutaire meerderheid van 75% (desgevallend binnen de bestaande soorten). Eenparigheid zou immers betekenen dat meervoudig stemrecht voor vennootschappen die reeds op de beurs noteren <i>de facto</i> onhaalbaar is. De keuze voor meervoudig stemrecht (en voor de modaliteiten daarvan) zou in dat geval in de praktijk (uiterlijk) bij beursgang moeten worden gemaakt en nadien in steen gebeiteld blijven. Daar is vanuit theoretisch oogpunt weliswaar iets voor te zeggen. Het is bijvoorbeeld ook in de Verenigde Staten het geval. Maar het verschil is dat meervoudig stemrecht in ons land voor genoteerde vennootschappen gedurende lange tijd simpelweg verboden was. De keuze voor meervoudig stemrecht bij beursgang was voor de ondernemingen die vandaag op de beurs noteren niet voorhanden. Indien meervoudig stemrecht voortaan wél een legitiem instrument in het arsenaal van genoteerde vennootschappen wordt, is het</p>

	<p>niet aangewezen het aan de hele groep bestaande beursvennootschappen te ontzeggen. Het zou ook een ongelijk speelveld creëren tussen vennootschappen die voor en na de nieuwe wet naar de beurs gingen. Voor niet-genoteerde vennootschappen ligt dit anders. Door hun besloten aandeelhouderschap valt de klip van eenparigheid van aanwezige en vertegenwoordigde aandeelhouders wél te nemen, zeker bij legitieme operaties in het belang van de vennootschap. Daarenboven is in een niet-genoteerde vennootschap het gevaar van strategische coalities om een welbepaalde aandeelhouder gericht te minoriseren, groter.</p>
	<p>Deze bekommernissen hadden kunnen worden ondervangen door een overgangsregeling voor bestaande genoteerde vennootschappen, gekoppeld aan een verplichte keuze bij beursgang voor nieuwe noteringen, maar daarna de regel van de eenparigheid door te trekken zoals bij niet-genoteerde vennootschappen. Omdat er echter ook <i>in going concern</i> legitieme redenen kunnen bestaan om via soortsplitsing de stemrechtregeling in een genoteerde vennootschap aan de onvermijdelijke interne en externe evoluties aan te passen en de betonning ervan via eenparigheid ook ten koste van wendbaarheid en flexibiliteit gaat, wordt die piste niet gekozen. Het voornaamste is dat de minderheidsaandeelhouders bij dit soort operaties adequaat zijn beschermd, wat in de voorgestelde regeling via de bijzondere meerderheid binnen elke toekomstige soort wordt gerealiseerd. Om die reden wordt de versoepeling ook beperkt tot soortsplitsingen in twee soorten, om meervoudig stemrecht in te voeren. Indien in éénzelfde transactie ook andere bijzonder rechten aan een van de soorten zou worden verbonden (bv. een preferentieel winstrecht of een afwijking van de <i>default</i>-regel dat een disproportionele uitgifte van nieuwe aandelen altijd een soortwijziging uitmaakt), dan kan artikel 7:155/1 WVV niet worden toegepast (wat de</p>

	verrichting dus waarschijnlijk onmogelijk maakt).
	<p>Het eerste lid van het ontworpen artikel 7:155/1 WVV bepaalt daartoe dat in genoteerde vennootschappen de soortsplitsing op basis van stemrecht – en enkel deze – de gewone toepassing van artikel 7:155, § 2, tweede lid, WVV (en dus niet van § 3, tweede lid) vergt, maar dat daarbij de te splitsen soort wordt behandeld alsof ze reeds gesplitst zou zijn. De aandelen van de te splitsen soort worden met andere woorden verdeeld in reeksen die na de voorgenomen soortsplitsing dezelfde rechten zullen hebben. Binnen deze reeksen wordt dan <i>mutatis mutandis</i> artikel 7:155, § 2, tweede lid, WVV toegepast, alsof ze reeds aparte soorten vormen. In voorbeeld 1 hierboven (toelichting bij artikel 9) zouden deze reeksen de toekomstige preferente aandelen enerzijds en de toekomstige gewone aandelen anderzijds zijn, in voorbeeld 2 de toekomstige D-aandelen enerzijds en de toekomstige E-aandelen anderzijds, in voorbeeld 3 de C-aandelen die A-aandelen zouden worden enerzijds en de C-aandelen die B-aandelen zouden worden anderzijds, in voorbeeld 4 de A-aandelen die C-aandelen worden enerzijds, en de toekomstige D-aandelen anderzijds, in voorbeeld 5 de A-aandelen die A-aandelen zouden blijven enerzijds en de toekomstige D-aandelen anderzijds en in voorbeeld 6 de A-aandelen die A-aandelen zouden blijven enerzijds en de A-aandelen die C-aandelen zouden worden anderzijds. Op die manier moet de soortsplitsing een gekwalificeerde meerderheid halen binnen de reeks aandelen die na de verrichting een lager stemrecht zal genieten. De achterliggende filosofie wijkt in feite niet zo sterk af van de unanimitésidee, maar dan getransponeerd naar het specifieke karakter van een genoteerde vennootschap. De betrokken aandeelhouders moeten akkoord gaan met hun ongelijke behandeling, maar geven dit akkoord via een gekwalificeerde meerderheid van drie vierden binnen hun (toekomstige) soort, wat op zich al</p>

	<p>een zeer hoge drempel is, eerder dan via in genoteerde context volstrekt theoretische eenparigheid. In het naar verwachting typische geval krijgen de bestaande aandelen van de referentieaandeelhouder meervoudig stemrecht, terwijl de aandelen die in het publiek zijn verspreid gewone aandelen met één stem blijven. Welnu, dit is enkel mogelijk wanneer de minderheidsaandeelhouders hiermee met gekwalificeerde meerderheid akkoord gaat (met inachtneming van de regels inzake het aanwezigheidsquorum).</p>
	<p>De volgende leden van het ontworpen artikel beogen vooral strategisch gedrag en misbruik van de kant van de begunstigden van het meervoudig stemrecht, in principe de referentieaandeelhouder(s), te voorkomen.</p>
	<p>Het tweede lid van ontwerpartikel 7:155/1 WVV heeft situaties voor ogen waarbij de referentieaandeelhouder voldoende “gewone” aandelen zou behouden of toekennen aan zichzelf om zich er op die manier van te verzekeren dat hij de beslissing ook binnen die toekomstige soort met lager stemrecht kan doen goedkeuren. Daarom kan een aandeelhouder niet in beide reeksen aan de stemming deelnemen. Het artikel bepaalt ook binnen welke reeks er moet worden gestemd. Om dezelfde reden wordt de regeling ook beperkt tot soortsplittingsen naar twee soorten. Als de referentieaandeelhouder voldoende “gewone” aandelen zou behouden of toekennen aan zichzelf om binnen de soort die een lager stemrecht zal krijgen de vereiste meerderheid te halen, dan leidt dat noodzakelijkerwijze tot een nettoverlies van stemrecht van de referentieaandeelhouder, wat het misbruikrisico inperkt. Dat neemt niet weg dat een aandelensplitsing over drie of meer soorten in meerdere stappen op eenzelfde algemene vergadering kan worden georganiseerd, bijvoorbeeld eerst een splitsing in A- en B-aandelen en vervolgens een nieuwe splitsing van de B-aandelen in B- en C-aandelen, waarbij in elke splitsingsronde de regels van het ontworpen artikel 7:155/1</p>

	WVV moeten worden gevolgd.
	Om diezelfde reden (vermijden van misbruiken) voorzien het derde lid en vierde lid van het ontworpen artikel 7:155/1 WVV in een parallelle gelijkstelling met het door dit ontwerp gewijzigde artikel 7:193 WVV. Om te bepalen in welke reeks de aandeelhouder mag stemmen, worden de aandelen van een aantal “verwante” personen zoals vermeld onder 1°, 2°, 3°, 4°, 5°, 6° en 7° met die van de aandeelhouder samengevoegd, en zij stemmen allen in dezelfde reeks. Daarbij kan het gebeuren dat een persoon in zijn geheel niet mag deelnemen aan de stemming omdat hij enkel aandelen heeft in een andere reeks dan degene waarin hij samen met de aan hem “verwante” personen mag stemmen.
	Het voorlaatste lid bepaalt dat wanneer een aandeelhouder niet mag meestemmen in een bepaalde reeks, zijn aandelen niet worden meegerekend in de teller en noemer voor de berekening van het aanwezigheids- of meerderheidsquotum.
	Het laatste lid verduidelijkt dat in geval van een symmetrische soortsplitsing de bijzondere procedure van artikel 7:155/1 WVV niet moet worden toegepast. Onder “symmetrische soortsplitsing” worden dezelfde verrichtingen verstaan als deze bedoeld in het ontworpen artikel 7:155, § 3, tweede lid, WVV, dat hierboven is toegelicht.
	Indien de toepassing van bovenstaande leden ertoe leidt dat er geen enkel aandeel aan de stemming binnen een reeks kan deelnemen, kan de vereiste meerderheid niet worden bereikt. Dan moet de vennootschap de soortsplitsing anders structureren.
Art. 11 [Article 7:188 CSA]	Art. 11 [artikel 7:188 WVV]
	Het wettelijk voorkeurrecht van de aandeelhouders wordt vandaag anders

	<p>georganiseerd naargelang er al dan niet soorten van aandelen bestaan, en naargelang de nieuwe aandelen behoren tot een bestaande dan wel tot een nieuwe soort. Zijn er verschillende soorten van aandelen, dan komt het voorkeurrecht eerst aan de houders van aandelen van de uit te geven soort toe. Het wets[ontwerp/voorstel] stelt voor om deze regel aanzienlijk te vereenvoudigen: nieuwe aandelen waarop in geld wordt ingeschreven, moeten voortaan steeds worden aangeboden aan alle bestaande aandeelhouders ongeacht tot welke soorten hun bestaande aandelen en de nieuwe aandelen behoren. Deze toepassing van het wettelijk voorkeurrecht is vertrouwd, vermits het de regel was tot aan de invoering van het WVV.</p>
	<p>Dit voorstel is ingegeven door de voorgestelde wijzigingen aan artikel 7:155 WVV in verband met zogenaamde “soortdisproportionele” uitgiftes (met name uitgiftes waarbij niet in elke soort proportioneel evenveel aandelen worden uitgegeven). De bestaande organisatie van het wettelijk voorkeurrecht op soortbasis, waarbij aandeelhouders van een soort waarvan geen (of disproportioneel minder) nieuwe aandelen worden uitgegeven in eerste instantie ook geen (of disproportioneel minder) voorkeurrechten verkrijgen, is immers maar verantwoord omdat deze aandeelhouders vandaag alternatief worden beschermd via artikel 7:155 WVV. Het wordt voortaan echter mogelijk om statutair af te wijken van de regel dat artikel 7:155 WVV steeds van toepassing is bij een soortdisproportionele uitgifte (zie de toelichting bij de wijzigingen aan dat artikel). Daardoor is ook een wijziging van het wettelijk voorkeurrecht nodig, om de nodige aandeelhoudersbescherming te behouden.</p>
	<p>Als een soortdisproportionele uitgifte plaatsvindt in een vennootschap waarin gebruik is gemaakt van deze statutaire opt-outmogelijkheid, dan verliezen de aandeelhouders van de soort waarvan geen (of disproportioneel minder) nieuwe aandelen worden uitgegeven de bescherming die artikel</p>

	<p>7:155 WVV hen vandaag biedt tegen zowel hun economisch verwateringsrisico als de onderlinge machtsverschuiving tussen de soorten die deze verrichting veroorzaakt. Zij kunnen de uitgiftebeslissing immers blokkeren. Die bescherming wordt hen voortaan geboden door het wettelijk voorkeurrecht, dat (zoals in het verleden) niet langer op soortgebonden basis wordt toegekend, maar in alle gevallen op soortoverschrijdende basis wordt georganiseerd. Als alle aandeelhouders op gelijke voet bij voorkeur op de nieuwe aandelen mogen inschrijven, ook de aandeelhouders van de soort waarvan geen (of disproportioneel minder) nieuwe aandelen worden uitgegeven, dan worden het economisch verwateringsrisico en de risico's verbonden aan de onderlinge machtsverschuiving immers ondervangen.</p>
	<p>Deze toepassing van het wettelijk voorkeurrecht biedt vanzelfsprekend adequate dilutiebescherming. Zij geldt vandaag ook al bij uitgiftes van aandelen van een nieuwe soort (artikel 7:188, derde lid, WVV), en bij aandelenuitgiftes in afwezigheid van soorten (artikel 7:188, eerste lid, WVV).</p>
	<p>De soortoverschrijdende toepassing van het wettelijk voorkeurrecht heeft daarenboven tot gevolg dat de verhouding tussen de soorten onderling (die door een soortdisproportionele uitgifte wordt gewijzigd) van ondergeschikt belang wordt ter beoordeling van de machtsverhoudingen in de vennootschap. Als het wettelijk voorkeurrecht toekomt aan alle aandeelhouders, ongeacht tot welke soorten hun aandelen behoren, geldt als uitgangspunt immers dat zij aandelen kunnen aanhouden van alle soorten, waardoor de machtsverhoudingen dan ook slechts zinvol kunnen worden beoordeeld op het niveau van de aandeelhouders zelf.</p>
	<p>De bestaande regeling met soortgebonden voorkeurrechten was vooral ingegeven door de wens om te faciliteren dat aandeelhouders</p>

	<p>slechts aandelen van één soort zouden aanhouden. Na de voorgestelde herziening van het wettelijk voorkeurrecht kunnen vennootschappen die inderdaad wensen dat aandeelhouders slechts aandelen van één soort aanhouden, dat resultaat nog steeds bereiken op andere manieren, met name via de procedure tot opheffing van het wettelijk voorkeurrecht.</p>
Art. 12 [Article 7:193 CSA]	Art. 12 [artikel 7:193 WVV]
	Inleiding
	<p>Een manier om aandelen met meervoudig stemrecht in te voeren in vennootschappen die reeds genoteerd zijn op een gereguleerde markt of MTF, is via een kapitaalverhoging met opheffing van voorkeurrecht waarbij nieuwe aandelen met meervoudig stemrecht worden uitgegeven aan een of meer bepaalde personen. Een dergelijke zogenaamde “<i>midstream</i>” invoering komt met bepaalde risico’s, omdat de nieuwe aandelen vaak worden uitgegeven aan een bestaande referentieaandeelhouder (of een daarmee verwante persoon) en omdat niet elke aandeelhouder vrijwillig ervoor heeft gekozen om te investeren in een vennootschap met aandelen met meervoudig stemrecht (anders dan wanneer de aandelen met meervoudig stemrecht reeds bestonden op het moment van de beursintroductie: dan kiest de investeerder bewust voor dergelijke aandelenstructuur).</p>
	<p>Niettemin wordt ervoor gekozen om de <i>midstream</i> invoering van aandelen met meervoudig stemrecht in principe toe te laten met de meerderheid vereist voor statutenwijziging (zie de algemene toelichting).</p>
	<p>Wel is een voldoende bescherming van de bestaande aandeelhouders op haar plaats bij uitgifte van nieuwe aandelen met meervoudig</p>

	<p>stemrecht aan een of meer bepaalde personen, in het bijzonder aan de referentieaandeelhouder(s). Artikel 7:193 WVV biedt vandaag de volgende bescherming: (1) de bekendmaking van de identiteit van de begunstigen in het bestuursverslag over de uitgifte van aandelen; (2) de verantwoording van de transactie en de uitgifteprijs in dat bestuursverslag; (3) de beoordeling van de uitgifteprijs door de commissaris in zijn verslag over de uitgifte van aandelen; en (4) een stemverbod voor begunstigen die meer dan 10% van de aandelen in de vennootschap bezitten, evenals voor bepaalde verwante personen. Dit artikel is in het bijzonder belangrijk voor de uitgifte van aandelen in een niet-genoteerde vennootschap met meervoudig stemrecht omdat dergelijke uitgifte niet mogelijk is via het toegestaan kapitaal in het huidige recht (artikel 7:201, 2°, WVV), zodat de algemene vergadering steeds bevoegd is en artikel 7:193 WVV mogelijks van toepassing is. In genoteerde vennootschappen kunnen vandaag zonder meer geen aandelen met meervoudig stemrecht worden uitgegeven (art. 7:52 WVV).</p>
	<p>Een verbod op het gebruik van toegestaan kapitaal voor de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht blijft ook na de flexibilisering van meervoudig stemrecht verstandig: de <i>midstream</i> uitgifte van meervoudig stemrecht is immers een dermate fundamentele wijziging dat goedkeuring door de algemene vergadering gerechtvaardigd is. Zij is in ieder geval vereist voor de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht voor vennootschappen die om de toelating tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit aanvragen door artikel 4 MVS-Richtlijn. Er is geen reden om vennootschappen die (al) genoteerd zijn op een gereguleerde markt anders te behandelen, te meer omdat aandeelhouders in genoteerde vennootschappen doorgaans een sterkere bescherming krijgen van het WVV.</p>

	<p>De bescherming geboden door artikel 7:193 WVV bevat echter nog steeds enkele belangrijke leemtes.⁴⁷ Zo is dit artikel niet van toepassing op aandelenuitgiftes aan het personeel en bestaan er leemtes in het toepassingsgebied van het stemverbod voor aandeelhouders die mogelijks geconflieerd zijn met betrekking tot de kapitaalverhoging. Verder is artikel 7:193 WVV niet van toepassing op aandelenuitgiftes tegen inbreng in natura.</p>
	<p>Die leemtes bestaan overigens niet alleen bij de kapitaalverhoging met uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht. Ze zijn wel in het bijzonder van belang bij de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht omwille van het hoog “alles of niets gehalte”: de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht kan immers de controle over de vennootschap relatief gemakkelijk doen verschuiven, en eens er aandelen met meervoudig stemrecht zijn uitgegeven, kunnen ook relatief gemakkelijk bijkomende aandelen met meervoudig stemrecht worden uitgegeven. Maar het toepassingsgebied van de voorgestelde aanpassingen aan het WVV wordt niet beperkt tot de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht door vennootschappen met een notering op een multilaterale handelsfaciliteit of een gereguleerde markt, precies omdat de vastgestelde leemtes algemeen gelden.</p>
	<p>De leemte met betrekking tot de uitgifte aan het personeel</p>
	<p>Deze leemte bestaat erin dat het WVV de definitie van personeel heeft verruimd (zie art. 1:27 WVV) met de bedoeling om de uitgifte van aandelen aan en de inkoop van aandelen voor het personeel te vergemakkelijken voor bestuurders. Een onbedoeld nevengevolg</p>

⁴⁷ Zie hierover: T. VOS, “Shareholder protection in share issuances – A comparative law and economics approach”, onuitg. proefschrift KU Leuven, 2021, 606-615.

	<p>daarvan is dat uitgaven aan referentieaandeelhouders ook worden vrijgesteld onder artikel 7:193 WVV als deze lid zijn van het bestuursorgaan.</p>
	<p>De uitgifte van aandelen aan personeel kan bovendien plaatsvinden volgens de specifieke bepalingen van artikel 7:204 WVV, waarin geen stemverbod voor aandeelhouders met een tegenstrijdig belang is opgenomen. Dit opent de mogelijkheid om het stemverbod van artikel 7:193 WVV te omzeilen, door de begunstigde te benoemen als bestuurders of door een managementovereenkomst met hen te sluiten. De omzeiling wordt nog gemakkelijker omdat de aandelen niet moeten worden aangeboden aan alle of zelfs meerdere leden van het personeel. Het kan echter niet de bedoeling zijn om aandelenuitgiftes uit te zonderen van het stemverbod voor conflicterende aandeelhouders in artikel 7:193 WVV louter omdat de referentieaandeelhouders als bestuurder ook leden van het “personeel” zijn, zeker niet wanneer aandelen met meervoudig stemrecht worden uitgegeven.</p>
	<p>Om die redenen wordt het toepassingsgebied van artikel 7:193 WVV uitgebreid naar alle kapitaalverhogingen met beperking of opheffing van voorkeurrecht ten gunste van een of meer bepaalde personen. De procedure van artikel 7:193 WVV geldt echter niet als de begunstigde een lid van het personeel is die geen effecten van de vennootschap in bezit houdt waaraan meer dan 10 % van de stemrechten zijn verbonden. De drempel van 10% geldt voor elk lid van het personeel afzonderlijk, al wordt ook rekening gehouden met de stemrechten gehouden door de verwante personen bedoeld in artikel 7:193, §1, zevende lid WVV. Voor de drempel van 10% worden de stemrechten van alle personeelsleden die deelnemen aan de kapitaalverhoging niet opgeteld.</p>

	De leemte met betrekking tot het toepassingsgebied van het stemverbod
	<p>Daarnaast zijn er verschillende leemtes in het toepassingsgebied van het stemverbod voor geconflicteerde aandeelhouders.⁴⁸ Artikel 7:193 WvV past het stemverbod toe op aandeelhouders die meer dan 10% van de stemrechten in bezit houden; op personen die handelen in eigen naam, maar voor rekening van dergelijke aandeelhouders; op “verbonden personen” van dergelijke personen (in essentie: rechtstreekse en onrechtstreekse controlerende aandeelhouders en zuster- en dochtervennootschappen); op personen die handelen in eigen naam, maar voor rekening van dergelijke verbonden personen; en op personen die in onderling overleg handelen. Deze regel dekt niet alle situaties waarin belangenconflicten kunnen ontstaan.</p>
	<p>Ten eerste vallen aandeelhouders met een minderheidsbelang in de persoon t.b.v. wie het voorkeurrecht wordt opgeheven niet onder het stemverbod, aangezien ze geen verbonden personen zijn, ook al kunnen ze een aanzienlijk financieel belang hebben in de begunstigde van de kapitaalverhoging. Regels zoals artikel 7:193 WvV mogen niet alleen worden toegepast op controledaarnemingen: de begunstigde kan er dan belang bij hebben om in te schrijven op nieuwe aandelen (bv. als de uitgifteprijs voordelig is), dus een aandeelhouder van de begunstigde hoeft geen controle over de begunstigde te hebben om hem te dwingen in te schrijven op de nieuw uit te geven aandelen met meervoudig stemrecht. Dit probleem wordt opgelost door ook personen met een niet-controlerende deelneming onder het stemverbod te laten vallen. Voor de eenvoud wordt ervoor gekozen om aan te sluiten bij het bestaande concept</p>

⁴⁸ Zie hierover uitgebreid: T. VOS, “Shareholder protection in share issuances – A comparative law and economics approach”, Unpublished Doctoral Thesis KU Leuven, 2021, 606-615.

	van deelneming in artikel 1:22 WVV.
	<p>Ten tweede vallen aandeelhouders die een positie hebben als bestuurder of werknemer in de begunstigde in het huidige recht niet onder het toepassingsgebied van het stemverbod, ook al kunnen zij een belangenconflict hebben: hun wettelijke plichten als bestuurder en de instructies die zij eventueel van hun werkgever ontvangen als werknemer kunnen hen aanzetten om te stemmen in het belang van de begunstigde in plaats van in het belang van de vennootschap die de kapitaalverhoging doorvoert. Om die redenen worden in de voorgestelde tekst bestuurders en leden van het personeel (in de zin van artikel 1:27 WVV) van de begunstigde ook gevat door het toepassingsgebied van het stemverbod.</p>
	<p>Ten derde strekt het stemverbod voor geconflicteerde aandeelhouders zich niet uit tot familieleden van de begunstigde. Dit kan problematisch zijn doordat referentieaandeelhouders van vennootschappen vaak familiale aandeelhoudersgroepen zijn. Het stemverbod van artikel 7:193 WVV kan dus worden ontweken door de aandelen uit te geven aan een entiteit onder controle van een ander familielid binnen de groep van de referentieaandeelhouder(s), of om familieleden te overtuigen om te stemmen voor een uitgifte aan een entiteit onder controle van een familielid. Zolang deze familieleden voor eigen rekening handelen, valt dit niet onder het bestaande stemverbod. Daarom wordt het stemverbod uitgebreid naar aandeelhouders die een familiale band hebben met één van de personen opgesomd in de lijst. Voor de definitie van de familiale band wordt aansluiting gezocht bij de definitie uit de corporate governance code.</p>
	<p>Tenslotte hebben sommige auteurs opgemerkt dat onder een letterlijke interpretatie van artikel 7:193 WVV aandelen gehouden door een met de begunstigde verwante persoon alleen van de stemming</p>

	<p>kunnen worden uitgesloten als de begunstigde zelf aandeelhouder is, zelfs als de verwante personen als groep aandelen bezitten die meer dan 10% van de stemrechten vertegenwoordigen.⁴⁹ Die interpretatie is teleologisch gezien niet logisch, en de voorgestelde wettekst spreekt dan ook consistent van “de begunstigde” in plaats van “de aandeelhouder”.</p>
	<p>Het is niet de bedoeling van deze wijzigingen om stemming als volmachtdrager te verbieden. Belangenconflicten bij volmachtdragers worden immers voor genoteerde vennootschappen al geregeld door artikel 7:143, § 4, WVV.</p>
Art. 13 [article 7:193/1 CSA]	Art. 13 [artikel 7:193/1 WVV]
	<p>Onder artikel 7:193 WVV is het onduidelijk wat een uitgifte aan “een of meer bepaalde personen” inhoudt. Deze vraag doet zich voornamelijk voor bij vennootschappen genoteerd op een gereguleerde markt of MTF in de context van een private plaatsing met een zogenaamde “<i>accelerated bookbuilding procedure</i>” (“ABB”). Bepaalde rechtsleer stelt dat de procedure van artikel 7:193 WVV niet van toepassing is als er vooraf geen garanties worden gegeven over de toewijzing van de aandelen, en als de aandelen worden toegewezen op basis van objectieve criteria vastgesteld als onderdeel van de bookbuilding procedure.⁵⁰</p>

⁴⁹ B. FERON and A. PASDERMADJIAN, “L’interdiction de vote dans le cadre de la suppression du droit de préférence”, *TRV-RPS* 2020, 219-224. Anders, terecht : V. SIMONART, “Les conflits d’intérêts” in E.-J. NAVEZ and D. WILLERMAIN (eds.), *La Gouvernance des sociétés au 21^{ème} siècle*, Wavre, Anthemis, 2020, (231) 256.

⁵⁰ L. LEGEIN, “Quelques questions spéciales de droit des sociétés en rapport avec les opérations d’appel au marché des capitaux”, *Bank. Fin. R.* 2008, (247) 264 en 268-269; S. MEES en V. BURKI, “Transacties met verbonden partijen: selected topics” in R. HOUBEN, N. GOOSSENS en C.-A. LEUNEN (eds.), *JPB. Liber Amicorum Jean-Pierre Blumberg*, Antwerpen, Intersentia, 2021, (455) 470-472.

	<p>Deze interpretatie zou kunnen leiden tot een omzeiling van het stemverbod in artikel 7:193 WVV door de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht te structureren als een ABB, waarbij de referentieaandeelhouder deelneemt aan de ABB. Hoewel deze hypothese zich in de praktijk wellicht niet vaak zal voordoen, is het toch nuttig om haar te regelen, om mogelijk misbruik tegen te gaan. De invoering van meervoudig stemrecht is immers een fundamentele wijziging waarbij sluitende aandeelhoudersbescherming nodig is.</p>
	<p>Het voorgestelde artikel 7:193/1 WVV regelt de kapitaalverhoging in een genoteerde vennootschap waarbij het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven, of inschrijvingsrechten of converteerbare obligaties die toegang geven tot aandelen met meervoudig stemrecht. Anders dan voor de toepassing van artikel 7:193 WVV is niet vereist dat de opheffing van het voorkeurrecht gebeurt ten gunste van een of meer bepaalde personen. Op die manier worden ook de ABB-transacties gevat door de regel. Het voorgestelde artikel is echter niet van toepassing als de effecten anderszins worden aangeboden aan alle bestaande aandeelhouders naar evenredigheid van het deel van het kapitaal door hun aandelen vertegenwoordigd. Op die manier vallen bijvoorbeeld synthetische <i>rights issues</i>, waarbij een buitenwettelijk voorkeurrecht wordt toegekend aan de bestaande aandeelhouders, buiten het toepassingsgebied van het artikel.</p>
	<p>Onder het voorgestelde artikel 7:193/1 WVV, mogen verbonden partijen hun percentage aan stemrechten niet verhogen via de kapitaalverhoging, tenzij zij niet hebben deelgenomen aan de stemming op de algemene vergadering. De achterliggende gedachte is dat verbonden partijen, in afwezigheid van het wettelijk voorkeurrecht,</p>

	<p>hun invloed over de vennootschap kunnen aanwenden om meer dan hun evenredig deel te verkrijgen van de nieuw uit te geven aandelen, om zo hun stemrechten te verhogen. Als de kapitaalverhoging leidt tot een verhoging van het aantal stemrechten van de verbonden partij, dan bestaat het risico dat de uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht is ingegeven om de invloed van de verbonden partij te versterken. Om dit belangenconflict aan te pakken, geeft het nieuwe artikel 7:193/1 WVV de keuze aan de verbonden partij: ofwel verhoogt deze zijn percentage stemrechten niet (bijvoorbeeld doordat het bestuur niet meer allocceert aan de verbonden partij dan een percentage van het totaal aantal nieuw uit te geven aandelen dat gelijk is aan het percentage van stemrechten van de verbonden partij voor de verrichting); ofwel onthoudt de verbonden partij zich van de stemming in de algemene vergadering. Als de verbonden partij ervoor kiest om zich niet te onthouden in de algemene vergadering, dan kan het bestuur de nieuw uit te geven aandelen slechts aan hem alloceren in de mate waarin dit nodig is om de verbonden partij toe te laten om zijn percentage van de stemrechten op hetzelfde peil te houden. Dit betekent dat een plaatsing bij de verbonden partij maar mogelijk is als ook andere personen inschrijven op de uitgifte, en dat als de verbonden partij een inschrijvingsorder heeft ingediend om zijn percentage van de stemrechten op peil te houden rekening houdend met het totaal aantal uit te geven aandelen, maar finaal het totaal aantal uit te geven aandelen niet volledig wordt geplaatst, ook het inschrijvingsorder van de verbonden partij niet volledig kan worden gealloceerd.</p>
	<p>Het stemverbod en de berekening van het percentage stemrechten houden ook rekening met stemmen gehouden door de verwante personen die worden opgelijst in artikel 7:193, § 1, zevende lid, WVV.</p>
	<p>Dit artikel is ook van toepassing op de uitgifte van inschrijvingsrechten of converteerbare</p>

	obligaties die toegang geven tot aandelen met meervoudig stemrecht. In dat geval moet het gebrek aan verhoging van de stemrechten door de verbonden partijen worden beoordeeld in functie van de onderliggende aandelen met meervoudig stemrecht waartoe de inschrijvingsrechten en converteerbare obligaties toegang geven.
	De regeling in dit artikel geldt enkel wanneer aandelen met meervoudig stemrecht (of inschrijvingsrechten of converteerbare obligaties die toegang geven tot aandelen met meervoudig stemrecht) worden uitgegeven, en verandert niets aan de bestaande praktijk van ABB's waarbij gewone aandelen (of soorten van aandelen zonder meervoudig stemrecht) worden uitgegeven. De procedures en marktpraktijken die bij een ABB zorgen voor een eerlijke uitgifteprijs zouden mogelijks niet voldoende kunnen zijn om aandeelhouders te beschermen tegen controlewijzigingen.
Art. 14 [article 7:197/1 CSA]	Art. 14 [artikel 7:197/1 WVV]
	Bij een inbreng in natura is er geen wettelijk voorkeurrecht en is artikel 7:193 WVV ook niet van toepassing. Er is dus ook geen stemverbod voor geconflicteerde aandeelhouders, zoals mogelijk de inbrenger zelf of een persoon verwant met hem. ⁵¹ Deze leemte zorgt voor een gebrek aan bescherming bij de inbreng in natura, terwijl het risico voor de andere aandeelhouders hetzelfde is. De leemte nodigt ook uit tot omzeiling, omdat een financieel actief, zoals een vordering op een derde partij of op de vennootschap zelf, gemakkelijk in natura is in te brengen.

⁵¹ Zie hierover uitgebreid: T. VOS, "Shareholder protection in share issuances – A comparative law and economics approach", Unpublished Doctoral Thesis KU Leuven, 2021, 547-548.

	<p>Daarom wordt voorgesteld om een equivalent artikel in te voeren als het aangepaste artikel 7:193 WVV in de afdeling “Kapitaalverhoging bij wijze van inbreng in natura”. Voor de toelichting bij dit artikel wordt voor het overige verwezen naar de toelichting bij artikel 12 (wijzigingen aan artikel 7:193 WVV).</p>
	<p>Deze leemte geldt niet enkel voor de kapitaalverhoging waarbij aandelen met meervoudig stemrecht worden uitgegeven, en dus heeft het voorgestelde artikel 7:197/1 WVV een algemene draagwijdte: het geldt ook bij uitgifte van gewone aandelen, en het geldt voor alle vennootschappen.</p>
<p>Art. 15 [article 5 de la loi sur les offres publiques d'acquisition]</p>	<p>Art. 15 [artikel 5 Overnamewet]</p>
	<p>Door de invoering van meervoudig stemrecht moet de drempel voor het verplicht bod ook worden aangepast. Artikel 5.3 Overnamerichtlijn stelt immers dat deze drempel moet worden geformuleerd als “<i>een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap [...] waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen</i>”. De huidige drempel voor een verplicht bod is “<i>30% van de effecten met stemrecht</i>”. Als een vennootschap echter meervoudig stemrecht heeft ingevoerd, is 30% van de effecten met stemrecht niet meer noodzakelijk gelijk aan 30% van de stemrechten.</p> <p>Daarom wordt voorgesteld om de drempel voor een verplicht bod te formuleren als een percentage van de stemrechten. Daarnaast moet ook artikel 5, vijfde lid Overnamewet worden aangepast, omdat wel rekening moet worden gehouden met de stemrechten.</p> <p>Bij de leden van de werkgroep bestond geen consensus over hoe om te gaan met het loyauteitsstemrecht bij het verplicht bod, en formuleerde daarom voorstellen voor twee alternatieve opties.</p>

	<p>In het eerste alternatief telt het loyauteitsstemrecht ook mee voor het verplicht bod, omdat ook het loyauteitsstemrecht kan leiden tot een wijziging in de zeggenschap over de vennootschap, die een verplicht bod rechtvaardigt. Omwille van de rechtszekerheid voor aandeelhouders wordt in dat geval artikel 5 Overnamewet wel verduidelijkt dat het totale aantal stemrechten moet worden berekend op basis van het totale aantal stemrechten volgens de laatst openbaar gemaakte bekendmaking door de vennootschap op basis van artikel 15 Transparantiewet. Personen die zich dicht bij de drempel van 30% van de stemrechten bevinden moeten zich dus vertrouwd maken met het totale aantal stemrechten volgens deze bekendmaking indien zij bijkomende effecten met stemrecht willen verwerven en niet verplicht willen worden tot een bod. Daarnaast wordt de tekst van artikel 5 ook aangepast om te verduidelijken dat ook het overschrijden van de drempel voor verplicht bod via de verwerving van loyauteitsstemrecht aanleiding geeft tot een verplicht bod.</p> <p>Om de impact van deze wijzigingen te verzachten werd in artikel 7:53 WVV een paragraaf toegevoegd die toelaat om vrijwillig afstand te doen van het loyauteitsstemrecht, zodat een aandeelhouder kan vermijden om tot een bod verplicht te worden door het loyauteitsstemrecht op te geven. Deze regel bestaat ook in het Italiaans recht.⁵²</p> <p>Daarnaast kan een persoon die de drempel overschrijdt door het loyauteitsstemrecht gebruik maken van de uitzondering op de biedplicht in artikel 52, §1, 7° van het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen voor tijdelijke overschrijding van de drempel met maximaal 2 %, eens deze uitzondering is aangepast aan de nieuwe drempel van stemrechten. Dit laat toe om de gevolgen van het</p>
--	--

⁵² Zie: T. VOS, “De verhouding tussen loyauteitsstemrecht en het verplicht bod: een schending van de Overnamerichtlijn?”, *TRV-RPS* 2019, (188) 201.

	<p>loyauteitsstemrecht voor de biedplicht te verzachten.</p> <p>In het tweede alternatief wordt geen rekening gehouden met loyauteitsstemrecht voor de berekening van de drempel voor het verplicht bod, omdat dit moeilijker werkbaar zou kunnen zijn. Daarom wordt een zin toegevoegd in artikel 5 in die zin.</p> <p>Deze voorgestelde aanpassingen impliceren dat ook wijzigingen aan Koninklijke Besluiten inzake overnames nodig zijn, die echter niet worden behandeld in dit wets[voorstel/ontwerp]. Daarnaast zijn ook wijzigingen nodig aan het overgangsregime voor verplicht bod in artikel 74 Overnamewet, die verder worden toegelicht.</p> <p>Ten slotte, artikel 5, zesde lid Overnamewet verbiedt meervoudig stemrecht voor niet genoteerde vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten op een door de Koning aangeduide multilaterale handelsfaciliteit, behalve in de vorm van loyauteitsstemrecht. Omdat meervoudig stemrecht voor deze vennootschappen ook mogelijk wordt, wordt dit verbod geschrapt. Wel wordt ook voor deze vennootschappen gekozen om een multiplicator van 1:20 op te nemen, maar voor de leesbaarheid wordt ervoor gekozen om deze regels in het WVV op te nemen (zie de wijzigingen aan artikel 5:2 en artikel 7:52 WVV).</p>
<p>Art. 16 [article 74 de la loi sur les offres publiques d'acquisition]</p>	<p>Art. 16 [artikel 74 Overnamewet]</p>
	<p>Aangezien de drempel voor het verplicht bod wordt aangepast naar een percentage van de stemrechten, dient de overgangsbepaling in artikel 74 Overnamewet ook in die zin te worden aangepast. De bepaling maakt duidelijk dat de vrijstelling van een verplicht bod behouden blijft zolang de personen meer dan 30% van de stemrechten behouden, en niet langer 30% van de effecten met stemrecht.</p>

Voorstellen tot aanpassingen aan de wetteksten

[La traduction française suivra plus tard.]

Wijzigingen aan artikel 3:6 WVV (vermelding in jaarverslag)

Invoeging in § 2, na het huidige tweede lid en voor het huidige derde lid, van een nieuw lid dat luidt als volgt:

“De bepalingen onder 4° en 7° zijn ook van overeenkomstige toepassing op vennootschappen waarvan de aandelen of de certificaten die op die aandelen betrekking hebben worden verhandeld op een MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU.”

Wijzigingen aan artikel 5:2 WVV (scharnierbepaling voor de BV)

Artikel 5:2, wordt als volgt gewijzigd:

§ 1. *Indien een besloten vennootschap wordt genoteerd als bedoeld in artikel 1:11, zijn de volgende regels van toepassing:*

1° als er meerdere bestuurders zijn vormen zij een college;

*2° de artikelen 7:53, 7:61, § 1, derde en vijfde lid, tweede zin, 7:82, § 1, 7:83, 7:84, 7:86, 7:86/1, 7:87, 7:89/1, 7:90, 7:91, 7:97, 7:99, 7:100, 7:101, § 1, tweede lid, 7:128, 7:129, §§ 2 en 3, 7:130, 7:131, 7:132, tweede en derde lid, 7:134, § 2, 7:139, vierde lid, **7:141, §1**, 7:143, 7:144, 7:145, 7:146, § 3, derde lid, en §§ 4 en 5, 7:146/1, 7:146/2, 7:148, 7:150, 7:151, 7:151/1, **7:155/1**, 7:175, 7:189, **7:193/1**, 7:215, § 1, 4°, en § 2, en 7:218, 2°, van overeenkomstige toepassing;*

3° in afwijking van artikel 5:42, eerste lid, is het aantal stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht beperkt tot maximaal twintig keer het laagste aantal stemmen dat aan een aandeel met stemrecht is verbonden. ~~in afwijking van artikel 5:42, eerste lid, kan aan elk aandeel slechts één stem zijn verbonden, onverminderd de mogelijke toepassing van artikel 7:53.~~

Waar in één van de in het eerste lid, 2°, opgesomde bepalingen sprake is van een breukgetal of een percentage van het kapitaal dient deze bepaling te worden gelezen als het breukgetal of percentage van het aantal uitgegeven aandelen.

§ 2. *In het geval van een besloten vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten is het aantal stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht beperkt tot maximaal twintig keer het laagste aantal stemmen dat aan een aandeel met stemrecht is verbonden.*

Wijzigingen aan artikel 7:52 WVV (meervoudig stemrecht in de NV)

Artikel 7:52 WVV wordt vervangen als volgt:

“De statuten kunnen afwijken van artikel 7:51.

In genoteerde vennootschappen is het aantal stemmen verbonden aan aandelen met meervoudig stemrecht beperkt tot maximaal twintig keer het laagste aantal stemmen dat aan een aandeel met stemrecht is verbonden, als al de aandelen een gelijke kapitaalvertegenwoordigende waarde hebben. Als niet alle aandelen dezelfde kapitaalvertegenwoordigende waarde hebben, dan wordt dit maximum berekend evenredig met de kapitaalvertegenwoordigende waarde van de aandelen. Dit lid is ook van toepassing in het geval van een vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten.

In genoteerde vennootschappen en vennootschappen waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten, mag het meervoudig stemrecht niet zijn gekoppeld aan de duurtijd van het aandeelhouderschap, behoudens in toepassing van artikel 7:53.”

Wijzigingen aan artikel 7:53 WVV (loyauteitsstemrecht)

Artikel 7:53 WVV wordt als volgt gewijzigd:

§ 1. In genoteerde vennootschappen die geen soorten van aandelen of winstbewijzen met meervoudig stemrecht hebben uitgegeven kunnen de statuten, aan de volgestorte aandelen die ten minste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder in het register van de aandelen op naam zijn ingeschreven, een dubbel stemrecht verlenen in vergelijking met de andere aandelen die een gelijk deel in het kapitaal vertegenwoordigen. ~~In afwijking van artikel 7:153, vierde lid, kan dit besluit worden genomen met een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen. Van deze meerderheid kan slechts worden afgeweken door een statutaire bepaling die specifiek strekt tot de invoering van het dubbel stemrecht.~~ Deze statutaire bepaling vindt toepassing op alle aandelen die aan de voorwaarden voldoen.

De termijn van twee jaar begint te lopen op de dag waarop de aandelen op naam zijn ingeschreven, zelfs wanneer die inschrijving is gebeurd voordat de statutaire bepaling die het dubbel stemrecht invoert werd aangenomen en voordat de vennootschap genoteerd is.

Bij kapitaalverhoging door omzetting van reserves wordt het dubbel stemrecht vanaf de uitgifte verleend aan bonusaandelen die worden uitgegeven ten gunste van aandeelhouders voor oude aandelen waarvoor zij over dit recht beschikken.

Het dubbel stemrecht kan worden afgeschaft met naleving van dezelfde aanwezigheids- en meerderheidsvereisten als voor de invoering ervan.

§ 2. Elk aandeel dat in een gedematerialiseerd aandeel wordt omgezet of waarvan de eigendom wordt overgedragen verliest het overeenkomstig paragraaf 1 toegekende dubbel stemrecht.

De overdracht van aandelen ten gevolge van erfopvolging, vereffening van huwelijksvermogensstelsel of van overdracht, onder bezwarende titel of om niet, ten gunste van een erfgerechtigde heeft evenwel niet het verlies van dit stemrecht voor gevolg en onderbreekt evenmin de in paragraaf 1 bedoelde termijn. Hetzelfde geldt in geval van overdracht van aandelen tussen vennootschappen die door dezelfde aandeelhouder, of ingeval van gezamenlijke controle, door dezelfde aandeelhouders, natuurlijke of rechtspersonen, zijn gecontroleerd, of tussen een van deze vennootschappen en deze controlerende aandeelhouders.

Indien de aandelen worden aangehouden door een vennootschap, geldt de wijziging van de controle over deze vennootschap als een overdracht van die aandelen, tenzij de controlewijziging plaatsvindt ten gunste van de echtgenoot, de wettelijk samenwonende partner of van één of meer erfgerechtigden van de controlerende aandeelhouder of aandeelhouders.

Een overdracht van aandelen aan een rechtspersoon tegen uitgifte van certificaten als bedoeld in artikel 7:61, § 1, eerste lid, onder de verbintenis van die rechtspersoon om de opbrengst of de inkomsten voor te behouden aan de houder van deze certificaten, of ten gevolge van een omwisseling van certificaten tegen aandelen als bedoeld in artikel 7:61, § 1, zesde lid, of § 2, tweede lid, heeft evenmin het verlies van het in paragraaf 1 bedoelde dubbel stemrecht voor gevolg en onderbreekt de in paragraaf 1 bedoelde termijn niet, voor zover die omwisseling gebeurt ten voordele van diegene die tot certificering overging of aan één van zijn overnemers die voldoet aan de voorwaarden van het tweede of derde lid. Een wijziging van controle over de in de vorige zin bedoelde rechtspersoon heeft het verlies van het dubbel stemrecht ten gevolge tenzij die wijziging van controle plaatsvindt ten gunste van overnemers die voldoen aan de voorwaarden van het tweede of derde lid. De artikelen 1:14 tot 1:18 worden mutatis mutandis toegepast.

De fusie of de splitsing van de genoteerde vennootschap blijft zonder gevolg op het dubbel stemrecht dat verder kan worden uitgeoefend in de verkrijgende vennootschappen, indien de statuten van deze vennootschappen daarin voorzien.

§ 3. Aandelen die met toepassing van deze bepaling van het dubbel stemrecht genieten, zijn geen soort aandelen als bedoeld in artikel 7:155.

§ 4. Een ~~niet-genoteerde~~ vennootschap waarvan de statuten overeenkomstig artikel 7:52 in een meervoudig stemrecht voor een of meer soorten aandelen voorzien, kan het dubbel stemrecht ~~met het oog op de notering~~ invoeren, na opheffing van het meervoudig stemrecht door een statutenwijziging met inachtneming van artikel 7:155.

§ 5. Een aandeelhouder kan geheel of gedeeltelijk, onvoorwaardelijk en onherroepelijk afstand doen van het dubbel stemrecht dat werd verkregen op basis van dit artikel.

§ 6. Dit artikel is ook van toepassing in het geval van een vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuren voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten.”

Wijzigingen aan artikel 7:58 WVV (winstbewijzen met meervoudig stemrecht in de NV)

Artikel 7:58 WVV wordt als volgt aangepast:

“Winstbewijzen vertegenwoordigen het kapitaal niet. De statuten bepalen de eraan verbonden rechten.

*In genoteerde vennootschappen kunnen winstbewijzen geen recht geven op meer dan één stem per effect. **Dezelfde beperking geldt voor een vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten.***

Artikel 7:49 is van overeenkomstige toepassing.”

Wijzigingen aan artikel 7:141, §1 WVV (notulen met stemuitslag per soort)

Artikel 7:141, §1 WVV wordt gewijzigd als volgt:

“De notulen van een algemene vergadering worden ondertekend door de leden van het bureau en door de aandeelhouders die erom verzoeken; kopieën voor derden worden ondertekend door één of meer vertegenwoordigingsbevoegde leden van het bestuursorgaan.

*In de notulen van de algemene vergaderingen van een genoteerde vennootschap, wordt voor elk besluit het aantal aandelen vermeld waarvoor geldige stemmen zijn uitgebracht, het percentage dat deze aandelen in het kapitaal vertegenwoordigen, het totale aantal geldig uitgebrachte stemmen, en het aantal stemmen dat voor of tegen elk besluit is uitgebracht, evenals het eventuele aantal onthoudingen. **Indien er meerdere soorten van aandelen met een verschillend stemrecht zijn uitgegeven, wordt deze informatie ook vermeld per soort. Indien er winstbewijzen met stemrechten zijn uitgegeven, wordt deze informatie ook apart vermeld voor de winstbewijzen met stemrecht.** De vennootschap maakt deze informatie binnen vijftien dagen na de algemene vergadering bekend via de vennootschapswebsite. **Dit lid is ook van toepassing in het geval van een vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten.”***

Wijzigingen aan artikel 7:155 (aandelensplitsing en wijziging van soortrechten)

Artikel 7:155 WVV wordt als volgt gewijzigd:

“§ 1. De algemene vergadering kan, niettegenstaande andersluidende statutaire bepaling, de uitgifte van nieuwe soorten van aandelen of winstbewijzen goedkeuren, één of meer soorten afschaffen, de rechten verbonden aan een soort gelijkstellen met de rechten van een andere soort, of de respectieve rechten verbonden aan een soort van effecten rechtstreeks of onrechtstreeks wijzigen, met naleving van paragraaf 2. ~~De uitgifte van nieuwe aandelen of winstbewijzen die niet evenredig aan het aantal uitgegeven aandelen of winstbewijzen binnen elke soort gebeurt, is een wijziging van de rechten verbonden aan elke soort.~~

De algemene vergadering kan besluiten tot uitgifte van nieuwe aandelen of winstbewijzen die niet evenredig aan het aantal uitgegeven aandelen of winstbewijzen binnen elke soort gebeurt. Tenzij de statuten anders bepalen, wordt dit besluit genomen met naleving van paragraaf 2. Een besluit tot invoering, wijziging of opheffing van een dergelijke andersluidende statutaire bepaling moet worden genomen met naleving van paragraaf 2.

De algemene vergadering kan evenwel slechts aandelen met gelijke rechten splitsen in soorten met andere rechten met naleving van paragrafen 2 en 3.

*§ 2. Het bestuursorgaan verantwoordt ~~de~~ het voorgestelde **wijzigingen besluit** en de gevolgen daarvan op de rechten van de bestaande soorten. Als aan het verslag van het bestuursorgaan ook financiële en boekhoudkundige gegevens ten grondslag liggen, beoordeelt de commissaris, of, als er geen commissaris is, een bedrijfsrevisor of een gecertificeerd accountant aangewezen door het bestuursorgaan, of deze in het verslag van het bestuursorgaan opgenomen financiële en boekhoudkundige gegevens in alle materieel belang zijnde opzichten getrouw en voldoende zijn om de algemene vergadering die over het voorstel moet stemmen voor te lichten. Beide verslagen worden in de agenda vermeld en aan de aandeelhouders ter beschikking gesteld overeenkomstig artikel 7:132. Wanneer deze verslagen ontbreken is het besluit van de algemene vergadering nietig. Deze verslagen worden neergelegd en bekendgemaakt overeenkomstig de artikelen 2:8 en 2:14, 4°.*

*~~Elke wijziging van de rechten verbonden aan één of meerdere soorten~~ **Elk besluit dat moet worden genomen volgens de in deze paragraaf voorgeschreven procedure** vereist een statutenwijziging, waarbij het besluit binnen elke soort moet worden genomen met naleving van de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten voorgeschreven voor een statutenwijziging, ~~en moet~~ **Elke** houder van ondereffecten **moet** worden toegelaten tot de besluitvorming en de stemming in de betrokken soort, waarbij de stemmen worden geteld op basis van één stem voor het kleinste ondereffect. De winstbewijzen geven recht op één stem per effect, niettegenstaande andersluidende statutaire bepaling.*

§ 3. In het geval bedoeld in paragraaf 1, derde lid, verantwoordt het bestuursorgaan in zijn verslag overeenkomstig paragraaf 2, eerste lid, tevens de gevolgen van de voorgestelde wijziging op de rechten van de aandelen van de gesplitste soort.

In het geval bedoeld in paragraaf 1, derde lid, vereist het besluit bedoeld in paragraaf 2, tweede lid, bovendien de eenparige goedkeuring van de aanwezige of vertegenwoordigde aandeelhouders met aandelen van de gesplitste soort tenzij elke aandeelhouder van de gesplitste soort de gevolgen van de splitsing op dezelfde manier ondergaat.”

Nieuw artikel 7:155/1 (invoering van meervoudig stemrecht via aandelensplitsing)

Een nieuw artikel 7:155/1 wordt ingevoerd:

“In afwijking van artikel 7:155, § 3, tweede lid, wordt in genoteerde vennootschappen en in vennootschappen waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide MTF als bedoeld in artikel 3, 10°, van de wet van 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van richtlijn 2014/65/EU zijn toegelaten, het besluit bedoeld in artikel 7:155, § 1, tweede lid, dat er toe strekt aandelen met gelijke rechten te splitsen in twee soorten, met als enige verschil een verschillend stemrecht, genomen overeenkomstig artikel 7:155, § 2, tweede lid, waarbij bovendien binnen beide reeksen aandelen waaraan verschillend stemrecht zou worden toegekend, de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten voorgeschreven voor een statutenwijziging moeten worden nageleefd, alsof deze reeksen reeds aparte soorten zouden vormen.

Indien de voorgenomen verrichting tot gevolg heeft dat een aandeelhouder aan de stemming zou mogen deelnemen in beide reeksen, mag hij enkel effectief aan de stemming deelnemen in de reeks waarin hij in verhouding tot het totale aantal aandelen van de betrokken reeks het hoogste percentage aanhoudt. Bij een gelijk percentage in beide reeksen mag hij enkel aan de stemming deelnemen in de reeks met het minste aantal aandelen. Indien dit aantal identiek is, bepaalt loting in welke reeks de aandeelhouder aan de stemming mag deelnemen.

Voor de toepassing van het tweede lid worden bij de door een aandeelhouder aangehouden aandelen, de aandelen gevoegd die worden aangehouden door:

- 1° een derde die handelt in eigen naam maar voor rekening van de bedoelde aandeelhouder;***
- 2° een met de bedoelde aandeelhouder verbonden natuurlijke persoon of rechtspersoon;***
- 3° een bestuurder of personeelslid van de bedoelde aandeelhouder***
- 4° een persoon met een rechtstreekse of onrechtstreekse deelneming in de bedoelde aandeelhouder zoals bedoeld in artikel 1:22***
- 5° echtgenoten, wettelijk samenwonende partners of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad van een van de in dit lid opgesomde personen;***
- 6° een derde die optreedt in eigen naam maar voor rekening van een van de in dit lid opgesomde personen;***
- 7° personen die in onderling overleg handelen met een van de in dit lid opgesomde personen.***

Onder personen die in onderling overleg handelen wordt verstaan:

a) de natuurlijke personen of rechtspersonen die in het raam van een openbaar overnamebod met de bieder, met de doelvennootschap of met andere personen samenwerken op grond van een uitdrukkelijk of stilzwijgend, mondeling of schriftelijk akkoord dat ertoe strekt de controle over de doelvennootschap te verkrijgen, het welslagen van een bod te dwarsbomen dan wel de controle over de doelvennootschap te handhaven;

b) de natuurlijke personen of rechtspersonen die een akkoord hebben gesloten aangaande de onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, om een duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van de betrokken vennootschap te voeren.

De houders van de in het derde lid bedoelde aandelen mogen evenzeer slechts aan de stemming deelnemen in de reeks waarin de in het tweede lid bedoelde aandeelhouder aan de stemming mag deelnemen. Indien deze houders geen aandelen in deze reeks hebben, nemen zij niet deel aan de stemming.

Het aanwezigheidsquorum en de meerderheid binnen de betrokken soorten waarin niet met alle aandelen aan de stemming mag worden deelgenomen, wordt berekend na aftrek van de aandelen waarmee niet aan de stemming mag worden deelgenomen.

Indien elke aandeelhouder van de gesplitste soort de gevolgen van de splitsing op dezelfde manier ondergaat, is dit artikel niet van toepassing."

Wijzigingen aan artikel 7:188 (wettelijk voorkeurrecht)

De laatste twee leden van artikel 7:188 WVV worden geschrapt:

"De aandelen waarop in geld wordt ingeschreven, de converteerbare obligaties en de inschrijvingsrechten, moeten eerst worden aangeboden aan de bestaande aandeelhouders, naar evenredigheid van het deel van het kapitaal door hun aandelen vertegenwoordigd.

~~**Zijn er verschillende soorten van aandelen, dan komt het voorkeurrecht eerst aan de houders van aandelen van de uit te geven soort toe. De uitgifte gebeurt met naleving van artikel 7:155, tenzij de uitgifte binnen elke soort plaatsvindt naar evenredigheid met het aantal aandelen dat de aandeelhouders binnen elke soort bezitten. Aan de houders van aandelen van een andere soort dan de uit te geven aandelen komt slechts een voorkeurrecht toe in zoverre de houders van aandelen van de soort waarin nieuwe aandelen worden uitgegeven, van dit recht geen gebruik hebben gemaakt.**~~

~~**Het voorkeurrecht bedoeld in het eerste lid geldt onverkort bij de uitgifte van aandelen van een nieuwe soort, ongeacht het bestaan van verschillende soorten van aandelen."**~~

Wijzigingen aan artikel 7:193 WVV (opheffing van voorkeurrecht voor bepaalde personen)

Artikel 7:193, §1 WVV wordt als volgt gewijzigd:

“§ 1. Wanneer het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven ten gunste van een of meer bepaalde personen **die niet behoren tot het personeel**, moet de identiteit van de begunstigde of de begunstigten van de beperking of de opheffing van het voorkeurrecht worden vermeld in het door het bestuursorgaan op te stellen verslag, alsook in de oproeping.

Het door het bestuursorgaan overeenkomstig het artikel 7:191, tweede lid, opgestelde verslag verantwoordt de verrichting en de uitgifteprijs omstandig in het vennootschapsbelang, gelet in het bijzonder op de financiële toestand van de vennootschap, de identiteit van de begunstigten, de aard en de omvang van hun inbreng.

In het in artikel 7:191, derde lid, bedoelde verslag verstrekt de commissaris een omstandige beoordeling over de verantwoording van de uitgifteprijs. Als er geen commissaris is, wordt deze beoordeling verstrekt door een bedrijfsrevisor of een externe accountant aangewezen door het bestuursorgaan.

Wanneer de verantwoording bedoeld in het tweede lid, of de beoordeling bedoeld in het derde lid, ontbreekt, is het besluit van de algemene vergadering nietig.

De voorgaande bepalingen zijn niet van toepassing indien de begunstigde een lid van het personeel is, tenzij deze begunstigde effecten van de vennootschap in bezit houdt waaraan meer dan 10 % van de stemrechten zijn verbonden.

Indien een begunstigde effecten van de vennootschap in zijn bezit houdt waaraan meer dan 10 % van de stemrechten zijn verbonden mag hij niet deelnemen aan de stemming op de algemene vergadering die tot de verrichting besluit, **onverminderd de stemmen die hij uitbrengt als volmachtdrager op grond van artikel 7:142.**

Bij de door deze **aandeelhouder begunstigde** in bezit gehouden effecten, worden **voor de doeleinden van het vijfde en zesde lid** de effecten gevoegd die in bezit worden gehouden door:

1° een derde die handelt in eigen naam maar voor rekening van de bedoelde **aandeelhouder begunstigde**;

2° een met de bedoelde **aandeelhouder begunstigde** verbonden natuurlijke persoon of rechtspersoon;

3° een bestuurder of lid van het personeel als bedoeld in artikel 1:27 van de **begunstigde**;

4° een persoon met een rechtstreekse of onrechtstreekse deelneming in de **begunstigde** zoals bedoeld in artikel 1:22;

5° echtgenoten, wettelijk samenwonende partners of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad van een van de in dit lid opgesomde personen;

~~3°~~ 6° een derde die optreedt in eigen naam maar voor rekening van een van de in dit lid opgesomde personen;

~~4°~~ 7° personen die in onderling overleg handelen met een van de in dit lid opgesomde personen.

Onder personen die in onderling overleg handelen wordt verstaan:

a) de natuurlijke personen of rechtspersonen die in het kader van een openbaar overnamebod met de bieder, met de doelveennootschap of met andere personen samenwerken op grond van een uitdrukkelijk of stilzwijgend, mondeling of schriftelijk akkoord dat ertoe strekt

de controle over de doelvennootschap te verkrijgen, het welslagen van een bod te dwarsbomen dan wel de controle over de doelvennootschap te handhaven;

b) de natuurlijke personen of rechtspersonen die een akkoord hebben gesloten aangaande de onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, om een duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van de betrokken vennootschap te voeren.

De houders van de in het ~~zesde~~ **zevende** lid bedoelde effecten mogen evenmin aan de stemming deelnemen. Het aanwezigheidsquorum en de meerderheid worden berekend na aftrek van de ~~stemmen verbonden aan de~~ effecten waarvan de begunstigde en de in het zevende lid bedoelde personen houder zijn.”

Nieuw artikel 7:193/1 WVV (opheffing van voorkeurrecht)

Een nieuw artikel 7:193/1 WVV wordt ingevoerd:

“Wanneer in een genoteerde vennootschap het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven bij een uitgifte van aandelen met meervoudig stemrecht of van inschrijvingsrechten of converteerbare obligaties die toegang geven tot aandelen met meervoudig stemrecht, en deze effecten niet anderszins worden aangeboden aan alle bestaande aandeelhouders naar evenredigheid van het deel van het kapitaal door hun aandelen vertegenwoordigd, dan mogen deze effecten niet worden uitgegeven aan een verbonden partij van de genoteerde vennootschap in de zin van de internationale standaarden voor jaarrekeningen die zijn goedgekeurd overeenkomstig verordening (EG) 1606/2002, tenzij die verbonden partij en de personen die zich ten opzichte van de verbonden partij in de verhouding bevinden bedoeld in artikel 7:193, §1, niet hebben deelgenomen aan de stemming op de algemene vergadering die tot deze verrichting besluit, of tenzij de stemrechten waarop de verbonden partij recht heeft, samen met stemrechten van de personen die zich ten opzichte van de verbonden partij in de verhouding bevinden bedoeld in artikel 7:193, §1, als een percentage van het totaal aantal stemrechten na de verrichting, niet meer bedragen na de verrichting dan voor de verrichting.”

Nieuw artikel 7:197/1 WVV (procedure van artikel 7:193 WVV voor inbreng in natura)

Een nieuw artikel 7:197/1 WVV wordt ingevoerd:

“Wanneer in ruil voor een inbreng in natura aandelen worden uitgegeven aan een of meer bepaalde personen, moet de identiteit van de begunstigde of de begunstigten van de uitgifte worden vermeld in het door het bestuursorgaan overeenkomstig het artikel 7:179, §1, eerste lid, op te stellen verslag, alsook in de oproeping.

Het verslag van het bestuursorgaan verantwoordt de verrichting en de uitgifteprijs omstandig in het vennootschapsbelang, gelet in het bijzonder op de financiële toestand van de vennootschap, de identiteit van de begunstigten, de aard en de omvang van hun inbreng.

In het in artikel 7:179, §1, tweede lid, bedoelde verslag verstrekt de commissaris een omstandige beoordeling over de verantwoording van de uitgifteprijs. Als er geen

commissaris is, wordt deze beoordeling verstrekt door een bedrijfsrevisor of een gecertificeerd accountant aangewezen door het bestuursorgaan.

Wanneer de verantwoording bedoeld in het tweede lid, of de beoordeling bedoeld in het derde lid, ontbreekt, is het besluit van de algemene vergadering nietig.

De voorgaande bepalingen zijn niet van toepassing indien de begunstigde een lid van het personeel is, tenzij hij effecten van de vennootschap in bezit houdt waaraan meer dan 10 % van de stemrechten zijn verbonden.

Indien een begunstigde effecten van de vennootschap in zijn bezit houdt waaraan meer dan 10 % van de stemrechten zijn verbonden mag hij niet deelnemen aan de stemming op de algemene vergadering die tot de verrichting besluit, onverminderd de stemmen die hij uitbrengt als volmachtdrager op grond van artikel 7:142.

Bij de door deze begunstigde in bezit gehouden effecten, worden voor de doeleinden van het vijfde en zesde lid de effecten gevoegd die in bezit worden gehouden door:

1° een derde die handelt in eigen naam maar voor rekening van de bedoelde begunstigde;

2° een met de bedoelde begunstigde verbonden natuurlijke persoon of rechtspersoon;

3° een bestuurder of lid van het personeel als bedoeld in artikel 1:27 van de begunstigde;

4° een persoon met een rechtstreekse of onrechtstreekse deelneming in de begunstigde zoals bedoeld in artikel 1:22;

5° echtgenoten, wettelijk samenwonende partners of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad van een van de in dit lid opgesomde personen;

6° een derde die optreedt in eigen naam maar voor rekening van een van de in dit lid opgesomde personen;

7° personen die in onderling overleg handelen met een van de in dit lid opgesomde personen.

Onder personen die in onderling overleg handelen wordt verstaan:

a) de natuurlijke personen of rechtspersonen die in het kader van een openbaar overnamebod met de bieder, met de doelvennootschap of met andere personen samenwerken op grond van een uitdrukkelijk of stilzwijgend, mondeling of schriftelijk akkoord dat ertoe strekt de controle over de doelvennootschap te verkrijgen, het welslagen van een bod te dwarsbomen dan wel de controle over de doelvennootschap te handhaven;

b) de natuurlijke personen of rechtspersonen die een akkoord hebben gesloten aangaande de onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, om een duurzaam gemeenschappelijk beleid ten aanzien van de betrokken vennootschap te voeren.

De houders van de in het zevende lid bedoelde effecten mogen evenmin aan de stemming deelnemen. Het aanwezigheidsquorum en de meerderheid worden berekend na aftrek van de stemmen verbonden aan de effecten waarvan de begunstigde en de in het zevende lid bedoelde personen houder zijn.”

Wijzigingen aan artikel 5 Overnamewet (verplicht bod en meervoudig stemrecht in MTF-genoteerde vennootschappen)

Artikel 5 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen wordt als volgt aangepast:

“Wanneer een persoon, ten gevolge van een eigen verwerving, of een verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen of personen die handelen voor rekening van deze personen, of het verkrijgen van dubbel stemrecht overeenkomstig artikel 7:53 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen, rechtstreeks of onrechtstreeks effecten houdt waaraan meer dan 30 % van de stemrechten effecten met stemrecht is verbonden in een vennootschap met statutaire zetel in België en waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht is toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, dient hij, onder de Koning gestelde voorwaarden, een openbaar overnamebod uit te brengen op het geheel van de effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht uitgegeven door deze vennootschap en geeft hij hiervan kennis aan de FSMA.

Het eerste lid is, onder dezelfde voorwaarden, ook van toepassing in het geval van een vennootschap waarvan minstens een gedeelte van de effecten met stemrecht tot de verhandeling op een door de Koning op advies van de FSMA aangeduide multilaterale handelsfaciliteit of een bepaald segment daarvan zijn toegelaten, met dien verstande dat het in het eerste lid bedoelde percentage van stemrechten effecten dan tot 50 % wordt opgetrokken.

De Koning kan, bij een besluit vastgesteld na overleg in de Ministerraad en na advies van de FSMA, voor de toepassing van de voorgaande leden, een ander of een bijkomend percentage van stemrechten de effecten met stemrecht vaststellen teneinde rekening te houden met de evoluties op de financiële markten en, in voorkomend geval, overgangsmaatregelen treffen.

Dit artikel is niet van toepassing wanneer gebruik wordt gemaakt van de afwikkelingsinstrumenten, -bevoegdheden en -mechanismen bedoeld in Boek II, Titel VIII, in Boek XI en in Boek XII, Titel II, Hoofdstuk VII van de wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen.

Voor de toepassing van de percentages bedoeld in het eerste en tweede lid en in de koninklijke besluiten genomen in uitvoering van deze wet wordt gebruik gemaakt van het aantal bestaande stemrechten zoals dit blijkt uit de informatie die door de vennootschap werd openbaar gemaakt overeenkomstig artikel 15 van de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt en houdende diverse bepalingen.

~~***Voor de toepassing van de percentages bedoeld in het eerste en tweede lid en in de koninklijke besluiten genomen in uitvoering van deze wet, wordt rekening gehouden met het aantal effecten met stemrecht en niet met het aantal stemrechten. Er wordt derhalve geen rekening gehouden met het in artikel 7:53 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen bedoelde dubbel stemrecht.***~~

[Alternatief: Voor de toepassing van de percentages bedoeld in het eerste en tweede lid en in de koninklijke besluiten genomen in uitvoering van deze wet, wordt geen rekening gehouden met het in artikel 7:53 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen bedoelde dubbel stemrecht.]

~~De niet genoteerde vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten op een multilaterale handelsfaciliteit, die de Koning overeenkomstig het tweede lid heeft aangeduid, zijn aan de dwingende regeling van het stemrecht in genoteerde vennootschappen onderworpen. Deze vennootschappen kunnen derhalve, ongeacht hun rechtsvorm, artikel 7:53 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen toepassen, met uitsluiting van enige andere vorm van meervoudig stemrecht.~~

Wanneer ten gevolge van een openbaar overnamebod, de bieder[in het bezit komt van ten minste twee derde van de effecten met stemrecht van een vennootschap waarvan de statuten voorzien in een dubbel stemrecht als bedoeld in artikel 7:53 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen, kan deze bieder, binnen één maand na de in artikel 32 van het koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen voorgeschreven bekendmaking van de resultaten van het bod, de bijeenroeping vragen, binnen drie weken van dit verzoek, van een buitengewone algemene vergadering om de statutaire bepaling te schrappen die in het dubbel stemrecht voorziet. Op die algemene vergadering zullen de effecten waaraan een dubbel stemrecht is verbonden slechts recht geven op één stem.

De afschaffing van het dubbel stemrecht door deze algemene vergadering zal geen recht geven op enige financiële vergoeding.”

Wijzigingen aan artikel 74 Overnamewet (overgangsbepaling verplicht bod)

Artikel 74, §2 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen wordt als volgt aangepast:

“§ 2. Indien de in § 5 bedoelde personen bijkomende effecten met stemrecht verwerven in de betrokken vennootschap, zal deze verwerving, mits naleving van de bepalingen van de §§ 6 tot 8, aldus geen aanleiding geven tot biedplicht.

*Geeft aldus evenmin aanleiding tot biedplicht, een verwerving van effecten met stemrecht van een vennootschap bedoeld in of aangeduid krachtens artikel 5, door derden, voor wie de vrijstelling bedoeld in § 1 niet geldt en die in onderling overleg handelen met één of meer personen bedoeld in § 5, voor zover de personen bedoeld in § 5, de bepalingen van de §§ 6 tot 8 hebben nageleefd en **effecten blijven houden waaraan meer dan 30 % van de stemrechten effecten met stemrecht van de betrokken vennootschap is verbonden blijven houden.**”*

Artikel 74, §3 van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen wordt als volgt aangepast:

*“§ 3. Ten aanzien van een persoon die alleen een aanmelding als bedoeld in § 6 heeft verricht, vervalt de vrijstelling van zodra hij zelf of met tussenkomst van met hem verbonden personen, niet langer **effecten houdt waaraan** meer dan 30 % van de **stemrechten effecten met stemrecht houdt is verbonden**.*

*Wanneer personen als bedoeld in § 5, 3° of 4°, aangemelde effecten hebben verworven van een persoon die alleen een aanmelding als bedoeld in § 6 heeft verricht, vervalt de vrijstelling van zodra zij, in voorkomend geval samen met deze laatste persoon of met tussenkomst van met hem verbonden personen, niet langer **effecten houden waaraan** meer dan 30 % van de **stemrechten effecten met stemrecht houden is verbonden**.*

*In het geval van in onderling overleg handelende personen vervalt de vrijstelling van zodra zij samen of met tussenkomst van verbonden personen, niet langer **effecten houden waaraan** meer dan 30 % van de **stemrechten effecten met stemrecht** van de betrokken vennootschap **houden is verbonden**.*

*De vrijstelling vervalt in hoofde van een van de bij het onderling overleg betrokken personen van zodra hij, alleen of met tussenkomst van met hem verbonden personen, de drempel van 30 % van de **stemrechten effecten met stemrecht** overschrijdt ten gevolge van een effectenverwerving*

De vrijstelling van de biedplicht blijft evenwel behouden indien de drempel wordt overschreden nadat hij werd onderschreden met maximaal 2 %, voor zover deze overschrijding de onderschrijding binnen een periode van 12 maanden ongedaan maakt.”