

Aan de voorzitter, leden en plv. leden van de  
Vaste Commissie voor Financiën van de Tweede  
Kamer der Staten-Generaal  
Postbus 20018  
2500 EA DEN HAAG

Briefnummer

20/10.331/EdF/Gau

Onderwerp

Reactie EU kapitaalmarktunie actieplan

Den Haag

18 november 2020

Telefoonnummer

06 – 46388176

E-mail

[Feitsma@vnoncw-mkb.nl](mailto:Feitsma@vnoncw-mkb.nl)

Geachte dames en heren,

Onlangs heeft de Europese Commissie het [Actieplan](#) gepresenteerd voor een Europese Kapitaalmarkt unie ('Capital Markets Union', CMU). Bijgaand treft u de reactie van VNO NCW en MKB-Nederland op dit actieplan.

Zoals u kunt lezen in deze reactie steunen wij op hoofdlijnen de richting die de Europese Commissie kiest met deze plannen voor verbeterde werking van kapitaalmarkten in Europa. Een CMU kan, als vitaal onderdeel van de Europese Monetaire Unie (EMU), bijdragen aan herstel uit de huidige crisis, aan duurzame economische groei in een digitaal tijdperk door verruimde financieringsmogelijkheden, aan versterking van de financiële stabiliteit en aan versterking van de positie van Europa in de wereld. In onze reactie gaan we tevens in op enkele concrete plannen van de Europese Commissie.

Wij willen u vragen onze reactie mede te wegen bij het formuleren van een reactie op de [conceptreactie](#) van het kabinet, waar tot uiterlijk [vrijdag](#) op gereageerd kan worden.

Uiteraard zijn we graag tot nadere toelichting bereid.

Met vriendelijke groet,



Mw. G. Dolsma  
Plv. directeur Beleid

Subject

Reactie VNO-NCW & MKB-Nederland  
CMU Actieplan

E-mail

Feitsma@vnoncw-mkb.nl  
Roggeveen@vnoncw-mkb.nl

## **Europese Kapitaalmarktunie (CMU) als motor voor economische herstel en maatschappelijke transitie**

### *De CMU als onderdeel van de Europese Monetaire Unie (EMU)*

De kapitaalmarktunie ('Capital Markets Union', CMU) is de belangrijkste nog ontbrekende schakel binnen de Europese Monetaire Unie (EMU). Daar waar Europese lidstaten – zeker in de huidige Covid-19 crisis – vergaand samenwerken in het budgettaire en monetaire beleid en de Bankenunie vergevorderd is, ontbreekt in Europa nog steeds één geïntegreerde kapitaalmarkt die bestaande drempels voor grensoverschrijdend kapitaalverkeer tussen EU-lidstaten weg kan nemen.

VNO-NCW en MKB-Nederland verwelkomen het recent gelanceerde actieplan van de Europese Commissie om deze onvolkomenheid te adresseren<sup>1</sup>. Het is positief dat de nieuwe Europese Commissie met dit plan de kapitaalmarktunie tot speerpunt heeft gemaakt. Een CMU zal verschillende positieve economische effecten hebben binnen de EU en ook de aantrekkelijkheid van de EU voor kapitaal uit derde landen vergroten. Wij onderscheiden de volgende vijf (clusters van) voordelen:

### *Belang van de CMU*

Allereerst bevinden we ons op dit moment in een ongekennde gezondheids crisis. De economische impact als gevolg van de COVID-19 crisis is groot en zal de komende jaren nog doordreunen. De vermogenspositie van veel in de kern gezonde bedrijven staat door de crisis onder druk. De kapitaalmarktunie is een belangrijk onderdeel van de oplossing daar voor. Met name is belangrijk dat het Europese bedrijfsleven gemakkelijker toegang krijgt tot vormen van risicodragend kapitaal - waaronder naast aandelen ook instrumenten als preferente aandelen en achtergestelde leningen - naast het bancaire krediet en obligatie uitgiftes. De CMU maakt het gemakkelijker kapitaal vrij te maken waarmee makkelijker geïnvesteerd kan worden in bedrijven en economische herstel wordt versneld.

Ten tweede is het – meer algemeen - voor de groei van bedrijven van groot belang dat er een optimale toegang is tot de kapitaalmarkt. Nederlandse bedrijven zijn in trek over heel de wereld, dan is het niet logisch als ze hun financiering beperkt zouden blijven tot onze landsgrenzen. Om die grensoverschrijdende financiering mogelijk te maken is de CMU hard nodig. Zo vergt een dynamische Europese economie dat er voor de hele levensloop van een onderneming passende financiering beschikbaar is. Voor start-ups en scale-ups kan dat anders zijn dan voor MKB en familiebedrijven of voor beursgenoteerde ondernemingen. Een goed ecosysteem met een diversiteit aan mogelijkheden

---

<sup>1</sup>A new vision for Europe's capital markets (2020),

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/growth\\_and\\_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf).

vergemakkelijkt innovatie en groei van ondernemingen. Risicokapitaal speelt daarbij, naast bancaire krediet en obligaties, in diverse vormen een grote rol.

Verder draagt de CMU op langere termijn bij aan de toekomstbestendigheid van de economie en onze maatschappij. Met name door systemische veranderingen zoals de transitie naar een duurzame economie en de transformatie naar een digitaliseerde samenleving te ondersteunen. De CMU doet dat door grensoverschrijdende beleggingen aan te moedigen en grote investeringen richting deze transitie te sturen. Dit draagt bij aan verhoging van de welvaart in brede zin.

Ten vierde heeft een Europese kapitaalmarktunie een eminent strategisch belang. Door de Brexit is het grootste financiële centrum van Europa buiten de EU terechtgekomen. Het risico van een Brexit zonder heldere afspraken is dat Europese bedrijven en investeerders hun toegang tot globale markten verliezen en markten gefragmenteerd raken. De EU moet er steeds meer naar streven een CMU te creëren die open staat voor investeringen buiten Europa en die op mondiaal niveau kan concurreren en ook aansluiting houdt op belangrijke (globale) markten buiten de EU. Zo moet het voor bedrijven en investeerders aantrekkelijker worden om te investeren in de EU. Politiek draagt dit bij aan een sterkere Europese stem in de wereld. Maar het strategische belang van de CMU reikt verder dan dat: de EU herbergt veel bedrijven die met innovatieve oplossingen bijdragen aan belangrijke waardenketens in bijvoorbeeld de digitale en groene transitie en het ontwikkelen van sleuteltechnologieën. Een goed geïntegreerde kapitaalmarkt moet eraan bijdragen dat innovatie bedrijven (met name startups en scale-ups) niet genoodzaakt zijn zich buiten de EU te verplaatsen voor meer investeringen.

Ten slotte is een geïntegreerde Europese kapitaalmarktunie goed voor de veerkracht van de Europese economie. Eén Europese kapitaalmarktunie kan niet los worden gezien van de macro-economische stabiliteit van de Europese Unie. Eén geïntegreerde kapitaalmarkt maakt het gemakkelijker om crises op te laten vangen door investeerders in plaats van louter door overheden. Hoe beter geïntegreerd Europese kapitaalmarkten zijn, hoe gelijkjer daarmee de pijn van een economische schok kan worden opgevangen en hoe kleiner de kans dat de effecten zich op één enkele lidstaat concentreren. Dit geldt met name voor investeringen in het meest risicodragend kapitaal (zoals aandelen en achtergestelde leningen). Door de financiële stabiliteit aldus te versterken, kan de CMU ook de druk op Europese solidariteit – die tijdens de huidige crisis zwaar op de proef wordt gesteld – verlichten.

#### *Steun voor insteek Nederlandse overheid*

Om al deze redenen verheugt het VNO-NCW en MKB Nederland dan ook dat de Nederlandse regering vanaf aanvang een proactieve houding heeft ingenomen met dit onderwerp en nu ook in het zogenaamde BNC-fiche het Actieplan van de Commissie breed ondersteunt<sup>2</sup>. De Franse, Duitse en Nederlandse ministers van Financiën hadden het onderwerp al eerder opnieuw op de kaart gezet met het creëren van de NextCMU<sup>3</sup> groep. Het rapport daarvan leidde tot positieve conclusies van de Raad van ministers van financiën (Ecofin) en de instelling door de Commissie van een High-Level Forum, dat haar aanbevelingen in juni 2020 publiceerde. Dat is volgens ons een goede zaak. De suggesties uit het High-Level Forum zijn bottom-up met maatschappelijke stakeholders geformuleerd, waarin ook het Nederlandse bedrijfsleven vertegenwoordigd was. ‘De oplossingen zijn als het ware in de praktijk geboren’. De aanbevelingen moeten ook als één pakket gezien worden. Ze versterken elkaar en dus is op alle fronten vooruitgang nodig. Het is nu van belang om vanuit de politiek het commitment te

<sup>2</sup> BNC Fiche Kapitaalmarktunie (2020), <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/vergaderstukken/2020/11/01/fiche-6-mededeling-nieuw-actieplan-kapitaalmarktunie>

<sup>3</sup> Savings and Sustainable Investment Union (2019), [https://nextcmu.eu/wp-content/uploads/2019/10/The-Next-CMU-HL\\_DO.pdf](https://nextcmu.eu/wp-content/uploads/2019/10/The-Next-CMU-HL_DO.pdf)

hebben om te gaan werken aan de uitvoering van het Actieplan van de Commissie. Zowel op nationaal als Europees niveau. Dat heeft voor het bedrijfsleven én voor burgers een meerwaarde.

*Vorbereiden op de toekomst: welke stappen te zetten?*

De hierboven genoemde voordelen van de CMU – COVID-crisis, economische groei, langere termijn transformatie, strategisch belang en financiële stabiliteit - vragen om hervormingen die allemaal niet op korte termijn gerealiseerd kunnen worden. Dat hoeft ook niet. Gelukkig doet de Europese Commissie verschillende voorstellen die de werking kapitaalmarkten op kortere termijn kunnen doen verbeteren. Een greep hier uit:

- Om de toegang van kleine en innovatieve bedrijven tot financiering te bevorderen en te diversifiëren, zal de Commissie proberen de regels te vereenvoudigen om op kapitaalmarkten geld aan te trekken. De Commissie noemt daarnaast ook een MKB-fonds om een eventuele beursgang voor het midden-en kleinbedrijf te faciliteren.
- De Commissie wil het inzichtelijker maken of pensioenen in lidstaten toereikend zijn. Praktische suggestie van de Europese Commissie hierbij is de ontwikkeling van pensioendashboards waardoor op lidstaat niveau duidelijk wordt wat het niveau van de (toekomstige) pensioenuitkeringen is. Dit kan landen waar nog niet of nauwelijks gespaard wordt voor het pensioen aansporen dit wel te doen. Ook wil de Commissie dat lidstaten nationale pensioenregisters inrichten (zoals het Pensioenregister in Nederland), waarmee inwoners van EU-lidstaten altijd en overal kunnen inzien wat voor inkomen ze voor hun oude dag mogen verwachten. Dat inzicht kan burgers helpen om zelf ook actie te nemen, en bijvoorbeeld te gaan sparen en beleggen voor de oude dag. Hoewel pensioenen in hoofdzaak een nationale aangelegenheid zijn en dat vanwege de verwevenheid met arbeidsverhoudingen en sociale zekerheid naar onze mening ook moeten blijven, helpt dit soort ‘quick wins’ wel om het inzicht in de voor veel burgers ingewikkelde pensioenmaterie te vergroten.
- Verschil in fiscale stelsels belemmert ook een goede werking van Europese kapitaalmarkten. doordat investeerders zodoende zich hebben te verdiepen in al deze uiteenlopende fiscale regimes. Uiteenlopende stelsels voor de vennootschapsbelasting zullen voorlopig wel blijven bestaan, hoewel er steeds meer druk komt tot harmonisering van de belastinggrondslag, iets wat het bedrijfsleven zou verwelkomen. Fiscaal bestaan er echter ook eenvoudiger te realiseren opties, zoals het verbeteren van fiscale procedures in lidstaten die strekken tot versnelde teruggave van bronbelasting of zelfs vrijstelling aan de bron.
- Ook harmonisatie van het insolventierecht kan het grensoverschrijdend investeren vereenvoudigen. Dit ligt politiek echter gevoelig. Op korte termijn is het waarschijnlijk realistischer om te streven naar minimum harmonisatie die in elk geval leidt tot duidelijkheid bij insolventie. Daarnaast zijn er ook hier korte termijn opties, zoals het bevorderen van de efficiëntie van faillissementsrechtelijke procedures in de lidstaten om onzekerheden bij grensoverschrijdend investeren te verminderen. Ook dit bepleit de Commissie.
- Verder wil de Commissie het grensoverschrijdend investeren bevorderen door een *European single access point* op te richten met informatie over bedrijven. Dat moet zorgen voor gemakkelijke toegang tot alle bestaande relevante financiële - én niet-financiële (bijvoorbeeld over duurzaamheid) informatie voor investeerders, waarbij het de intentie is dat dit zonder extra administratieve lasten gebeurt. Tezamen met de creatie van een Europees geïntegreerd overzicht voor de prijs en volume van aandelen die in de EU worden verhandeld moet het eenvoudiger worden voor investeerders om toegang tot informatie te krijgen en een echte single market mogelijk maken.

- Interessant is ook de impliciete erkenning van de Commissie dat het wegvallen van bilaterale investeringsbeschermingsovereenkomsten tussen de Lidstaten, geleid heeft tot minder mogelijkheden voor grensoverschrijdende beleggers om problemen aan de rechter of aan arbitrage voor te leggen. De Commissie wil nu kijken wat voor deze overeenkomsten in de plaats gesteld kan worden. Wij vinden dat de bescherming van investeerders in EU-landen waar de rechterlijke macht onvoldoende onafhankelijk is nu onvoldoende geregeld is
- De Europese Commissie wil onderzoek doen naar belangenverstrengeling door provisies. Nederland kent een provisieverbod, waardoor aanbieders voortaan alleen nog maar rechtstreeks betaald krijgen door de klant. Harmonisatie van regels rondom provisies als ook van informatieverplichtingen kan een belangrijke stap vormen om oneerlijke concurrentie te voorkomen. Een gelijk speelveld is belangrijk omdat op dit moment het provisieverbod alleen voor in Nederland gevestigde partijen geldt.
- Verder beoogt de CMU nieuwe financieringsbronnen aan te boren, naast- en in samenhang met bancaire kredietverstrekking. Securitatisaties – waarbij minder goed verhandelbare activa liquide worden gemaakt – zijn hierbij onmisbaar. Dit instrument raakte tijdens de financiële crisis besmet omdat er te complexe en ondoorzichtige structuren werden opgetuigd. De Commissie heeft criteria opgesteld om ze simpel en transparant te houden; dat vraagt ook om een betere waardering van deze instrumenten voor bijvoorbeeld de liquiditeits- en kapitaalvereisten voor banken en verzekeraars.
- Het succes van de CMU wordt ook bepaald door kapitaaleisen voor banken en verzekeraars. Dat gaat verder dan alleen de specifieke eisen voor het investeren in aandelen, een onderdeel waar de Commissie terecht soepeler mee omgaat. Meer algemeen gaat het ook om concurrentiekracht. Zo is de implementatie van het nieuwe Basel-raamwerk in de EU aanzienlijk impactvoller dan in de V.S.; dit maakt Europese banken minder aantrekkelijk als tegenpartij in kapitaalmarkt transacties.
- In het actieplan mist hoe voortgang van de verdieping van de CMU kan worden gemeten. Het eerste Actieplan uit 2015 vertaalde zich teveel in een wetgevend programma, dat stuk voor stuk moest worden afgewerkt en waarbij per voorstel veel afzwakkingen hebben plaatsgevonden. Uiteindelijk moet het echter gaan om wat de resultaten zijn die met de voorstellen in de economie bereikt worden. Een goede monitoring zou met name een economische analyse van de effecten moeten worden. De Europese Commissie zou daarom enkele Key Performance Indicators (KPIs) moeten vastleggen. We stellen daarbij voor om te kijken naar: algemene pensioendoelstellingen, retailparticipatie in de aandelenmarkt, durfkapitaalfinanciering, aantal laattijdige private-equityfondsen, aantal beursintroductions door het mkb en Mid-Cap, aandelenbezit door institutionele beleggers, aantal FinTech-ontwikkelingen, gebruik van de euro op de wereldmarkten, uitgifte van staatsobligaties. Op basis van zulke indicatoren kan ook overwogen worden waar herijking van de maatregelen nodig is.
- De zogenaamde Central Securities Depositories Regulation (CSDR) Review - een Europees vergunningenregime voor centrale effectenbewaarinstellingen is met twee jaar uitgesteld naar 1 februari 2022. Er zijn tekortkomingen geconstateerd die zo snel mogelijk worden gerepareerd:
  - (1) het verplichte ‘buy-in mechanisme’ en
  - (2) het juridisch kader van geharmoniseerd toezicht.
    - Buy-in mechanisme: er bestaat in de markt veel weerstand, doordat deze verplichting marktverstrend kan werken. Met name voor effecten die moeilijk op de markt te krijgen zijn. De wens is dan ook om de buy-in geen verplichting te laten zijn, maar dat partijen hiervoor kunnen kiezen (optioneel).
    - Toezicht op CSDs: dit is veelal per lidstaat afzonderlijk geregeld. CSDR biedt voor sommige (nationale) toezichthouders nog onvoldoende juridische waarborgen om het toezicht door middel van een ‘college of regulators’ te organiseren. Het gevolg is dat er

per lidstaat nu maar één of twee CSDs zijn die hun diensten aanbieden. Het past binnen het gedachtegoed van de CMU dat CSDs in de toekomst in meerdere landen actief kunnen worden.

- Een van de speerpunten van de CMU is het stimuleren van aandelenfinanciering. Met de Shareholders' Rights Directive (SRD) zijn al belangrijke stappen gezet. Echter, zonder gemeenschappelijk juridisch kader kunnen investeerders huiverig zijn om te investeren in andere lidstaten.

\*\*\*