

Vergaderjaar 2022–2023

22 112

Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven van de lidstaten van de Europese Unie

Nr. 3670

VERSLAG VAN EEN SCHRIFTELIJK OVERLEG

Vastgesteld 10 mei 2023

De vaste commissie voor Financiën heeft een aantal vragen en opmerkingen voorgelegd aan de Minister van Financiën over de brief van 3 februari 2023 inzake het fiche: Een verordening en richtlijnen voor eenvoudigere en flexibelere regels voor beursnoteringen (mkb-)bedrijven (Kamerstuk 22 112, nr. 3602).

De vragen en opmerkingen zijn op 22 februari 2023 aan de Minister van Financiën voorgelegd. Bij brief van 8 mei 2023 zijn de vragen beantwoord.

De voorzitter van de commissie,
Tielen

Adjunct-griffier van de commissie,
Lips

Vragen en opmerkingen vanuit de fracties en reactie van de bewindspersoon

Vragen en opmerkingen vanuit de VVD-fractie

De leden van de VVD-fractie hebben met interesse kennisgenomen van het BNC-fiche. Deze leden hebben hierover nog een aantal vragen aan het kabinet.

Ten aanzien van de voorgestelde verhoging van de vrijstelling in de prospectusverordening naar 12 miljoen euro, is het deze leden niet duidelijk wat de rationale is van het gekozen grensbedrag. Ditzelfde geldt voor de voorgestelde grens van 40 procent van de toegelaten effecten bij een vervolguifte. Deze leden vragen het kabinet de rationale achter deze gekozen grenzen nader toe te lichten. Ook vragen deze leden welke mogelijkheden het kabinet in haar inzet ziet om negatieve gevolgen van een hogere grens te beperken.

Het voorstel bevat een uitbreiding van de huidige vrijstelling voor aanbidding van effecten aan het publiek indien de totale tegenwaarde minder bedraagt dan 12 miljoen euro. In Nederland hebben wij die grens, met inachtneming van de lidstaatoptie in artikel 3 van de huidige prospectusverordening, gezet op vijf miljoen euro. Het voorstel van de Commissie is om de lidstaatoptie, die nu een keuze betreft in een grenswaarde tussen de één en acht miljoen, te schrappen en te vervangen door de geharmoniseerde grenswaarde van 12 miljoen. Bij de keuze voor de grenswaarden is het belangrijk een balans te vinden en enerzijds in het oog te houden dat de wijziging voldoende effect heeft en mkb-noteringen aantrekkelijker maakt, terwijl anderzijds de beleggersbelangen voldoende beschermd blijven.

De vrijstelling is in de praktijk een belangrijke uitzonderingsgrond voor het opmaken van een prospectus. Dit leidt tot een besparing op de hoge kosten die normaliter gepaard gaan met het opmaken van een prospectus en daarmee wordt de drempel om financiering op te halen op de beurs lager. Zeker waar het de wat kleinere aanbiedingen van effecten betreft, zijn de kosten van een notering die vanuit het oogpunt van beleggersbescherming worden gemaakt relatief hoog in verhouding tot de totale waarde van de uitgifte. Ik zie dan ook mogelijkheden om de vrijstellingsgrens te verhogen, als middel om beursnoteringen aantrekkelijker te maken voor het mkb, en daarmee de financieringsmogelijkheden voor bedrijven te verruimen.

Uit de *impact assessment* van de Commissie volgt dat gekozen is voor 12 miljoen euro, enerzijds omdat dit de gemiddelde grenswaarde betreft zoals voorgesteld door stakeholders.¹ Anderzijds rapporteert de Commissie dat nu al de helft van de lidstaten (47%) de grens op acht miljoen heeft gesteld en een kwart van de lidstaten (27%) op vijf miljoen, waaronder dus Nederland. Lidstaten kiezen dus nu al voor een relatief hoge vrijstellingsgrens. Het met het pakket beoogde doel van lastenvermindering kan volgens de Commissie beter worden bereikt indien de grens hoger wordt getrokken dan de huidige acht miljoen als bovengrens.

De Commissie stelt in de *impact assessment* niet te kunnen kwantificeren hoeveel aanbiedingen onder de nieuwe vrijstelling gaan vallen. Het is volgens de Autoriteit Financiële Markten (AFM) aannemelijk dat niet alleen het huidige jaarlijks gemiddeld aantal aanbiedingen tussen de vijf en twaalf miljoen euro straks onder de vrijstelling gaat vallen, maar dat er

¹ Impact Assessment (SWD(2022) 762, p. 70 en 241.

ook een toename in aanbiedingen zal plaatsvinden in dat segment. De AFM wijst daarom op de risico's als de grens te hoog komt te liggen. Nederland heeft in de onderhandelingen gewezen op de risico's voor beleggersbescherming en heeft de twijfel gedeeld of 12 miljoen euro wellicht te hoog is. Tegelijkertijd heb ik begrip voor de doelstelling van de Commissie en daarmee een verhoging van de vrijstellingsgrens.

De negatieve gevolgen van deze hogere grens kunnen deels worden gemitigeerd. Wanneer onder de prospectusverordening een vrijstelling van 12 miljoen euro van toepassing zou zijn, gelden alsnog andere regels voor beursnoteringen zoals anti-marktmisbruikregels, maar ook nationale regels en verplichtingen in het geval van een vrijstelling. Nationaal kunnen immers openbaarmakingsverplichtingen worden vastgesteld, voor zover deze niet leiden tot onevenredige of onnodige lasten.² Op dit moment geldt in Nederland voor aanbiedingen die onder de vrijstelling van vijf miljoen euro vallen, een meldplicht bij de AFM en de verplichting om een informatiedocument op te maken en bij de AFM te deponeren.³ De aanbiedingen zijn dus wel in beeld bij de AFM en beleggers krijgen in ieder geval de beschikking over het informatiedocument. Afhankelijk van de uitkomst van de onderhandelingen in Brussel hieromtrent, zou deze regeling indien nodig verder uitgebreid kunnen worden.

Daarnaast bevat het voorstel een vrijstellingsgrens van 40% voor een aanbieding of toelating tot de handel van effecten die inwisselbaar zijn met effecten die reeds genoteerd waren op een gereglementeerde markt of mkb-groeimarkt. De vrijstelling gold eerder alleen voor toelatingen tot de handel van effecten die waren genoteerd op een gereglementeerde markt, waardoor nog wel een prospectus nodig was als die toelating tot de handel gepaard ging met een aanbieding. De vrijstelling is ook uitgebreid naar de mkb-groeimarkt. Daarnaast is de grens verhoogd van 20% naar 40%. Het doel van deze vrijstellingen is volgens de *impact assessment* van de Commissie wederom lastenverlichting voor uitgevende instellingen.⁴ Met betrekking tot de 40%-vrijstelling voor effecten die reeds genoteerd zijn, heeft Nederland ook haar bedenkingen geuit over de hoogte van deze grens in het kader van beleggersbescherming.

Tevens bevat het voorstel een vrijstelling voor secundaire uitgiftes (zowel aanbiedingen als toelatingen tot de handel) indien de effecten inwisselbaar zijn met effecten die reeds 18 maanden genoteerd waren op een mkb-groeimarkt of gereglementeerde markt. Hierbij worden de risico's gemitigeerd door aanvullende eisen te stellen aan de uitgifte. Er moet een complianceverklaring worden gepubliceerd en een kort samenvattend document (Annex IX) die allebei bij de nationale toezichthouder moeten worden gedeponereerd. De Commissie acht de negatieve gevolgen beperkt, omdat reeds sprake is van een notering en beleggersinformatie die daarmee gepaard gaat. Dit rechtvaardigt dat een korte samenvatting volstaat.⁵ In de korte samenvatting moet de belangrijkste informatie voor beleggers worden opgenomen zodat zij in staat worden gesteld om een beleggingsbeslissing te kunnen maken.

De leden van de VVD-fractie zien voordelen van een nieuw equivalentieregime voor prospectussen. Het is deze leden daarbij echter niet duidelijk

² Artikel 1 lid 3 verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (prospectusverordening).

³ Artikel 53 Vrijstellingsregeling Wft.

⁴ Impact Assessment (SWD(2022) 762, p. 56.

⁵ Impact Assessment (SWD(2022) 762, p. 57.

aan welke eisen derde landen moeten voldoen om als equivalent toegelaten te worden. Klopt het dat deze eisen niet in het voorstel voor de nieuwe prospectusverordening staan? Zo ja, waaruit volgen deze eisen dan wel?

Het wijzigingsvoorstel bevat een bepaling voor een nieuw equivalentie-regime. Een deel van de eisen waaraan een prospectusregime van een derde land moet voldoen om als equivalent te worden aangemerkt, staat in het voorstel nu opgenomen op het niveau van de verordening.⁶ Het gaat dan bijvoorbeeld om minimale informatieverplichtingen richting (retail)beleggers, in wet of regels neergelegde civiele aansprakelijkheid voor de inhoud van een prospectus en het vereiste van een vergelijkbaar *framework* voor beoordeling van prospectussen door de toezichthouder, alsmede publicatie van het prospectus. Kort gezegd is dus van belang dat vergelijkbare regels ter bescherming van beleggers gelden, al kunnen die op detailniveau natuurlijk wel afwijken. De Commissie kan voorgenoemde eisen nader uitwerken en aanvullen in een gedelegeerde handeling. Dat geeft de Commissie de flexibiliteit om rechtssystemen van landen nader te onderzoeken en aanvullende eisen te stellen waaraan deze rechtssystemen moeten voldoen. Het is vervolgens de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) die prospectusregimes van landen equivalent kan verklaren, met inachtneming van de in de prospectusverordening en in gedelegeerde handelingen gestelde nadere eisen.

De leden van de VVD-fractie begrijpen voorts dat het kabinet het voorstel om de noteringsrichtlijn in te trekken steunt. Deze leden vragen daarbij of het kabinet daarbij tevens voornemens is om nationale wetgeving waarmee deze richtlijn is geïmplementeerd eveneens in te trekken en, zo ja, op welke termijn na intrekking van deze richtlijn het kabinet voornemens is deze wetswijziging door te voeren.

Het kabinet steunt intrekking van de noteringsrichtlijn, zoals vermeld in het fiche.⁷ Het gaat om een sterk verouderde richtlijn met onder andere begrippen die niet meer overeenkomen met nieuwe regelgeving op het gebied van noteringen. Implementatie van de richtlijn heeft o.a. plaatsgevonden in de Wft, BGfo en de Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten toezicht effectenverkeer.

In het voorstel staat nu opgenomen dat de noteringsrichtlijn wordt ingetrokken 24 maanden na inwerkingtreding van de richtlijn.⁸ Wetswijzigingen en wijzigingen van bijbehorende regelgeving dienen dus vóór die tijd doorgevoerd te worden. Omdat dit mogelijk niet voldoende tijd biedt, pleiten wij in de onderhandelingen voor een langere implementatietermijn.

Ook begrijpen deze leden dat het kabinet de grens van 10 procent vrij verhandelbare aandelen bij een overheveling van bepalingen naar MiFID II te laag vindt. Deze leden vragen het kabinet nader te duiden hoe hoog deze grens minimaal zou moeten zijn.

Zoals gesteld in het fiche, zal ik tijdens de onderhandelingen verzoeken om een nadere toelichting op de gevolgen van de voorgestelde verlaging. Ik heb geen specifieke hoogte van de grens in gedachten, maar zie graag een betere onderbouwing van de Europese Commissie hoe de voorge-

⁶ Artikel 29 lid 5 van het voorstel (COMM(2022), 762).

⁷ Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (noteringsrichtlijn)

⁸ COMM(2022), 760.

stelde grens tot stand is gekomen. Vervolgens zal bezien worden of er een adequate balans is bereikt tussen enerzijds de aantrekkelijkheid voor bedrijven en anderzijds het belang van investeerders.

Ten aanzien van de voorgestelde wijzigingen van de MVR-richtlijn om meervoudige aandelenstructuren bij een beursnotering mogelijk te maken, is het de leden van de VVD-fractie niet geheel duidelijk welke gevolgen dit heeft voor de Nederlandse bestaande praktijk. Deze leden vragen het kabinet dit nader te specificeren en hierbij ook in te gaan op de gevolgen voor het huidige artikel 2:92 BW en artikel 2:8 lid BW.

Het MVR-richtlijnvoorstel beoogt in alle lidstaten de mogelijkheid te creëren om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren voor ondernemingen die een notering willen op een mkb-groeimarkt. Het richtlijnvoorstel beschrijft wanneer sprake is van een dergelijke structuur en stelt onder meer maatregelen voor die de belangen beschermen van aandeelhouders die geen aandelen met meervoudig stemrecht hebben. In Nederland behoort een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht al tot de mogelijkheden, ongeacht of er sprake is van een beursnotering. Wat techniek betreft, komt het richtlijnvoorstel niet geheel overeen met de Nederlandse praktijk. Dat geldt bijvoorbeeld voor de beschermingsmaatregelen. Het richtlijnvoorstel heeft deze geconcretiseerd, terwijl het Nederlandse stelsel open normen kent zoals neergelegd in de artikelen 2:92 en 2:8 BW, die verder zijn uitgewerkt in jurisprudentie. De gevolgen van deze verschillen voor de bestaande Nederlandse praktijk zijn evenwel gering naar de verwachting van mijn ambtgenoot de Minister voor Rechtsbescherming. Dat komt in de eerste plaats door het scherp afgebakende toepassingsbereik van het richtlijnvoorstel. De regeling in het richtlijnvoorstel geldt uitsluitend als sprake is van een aanstaande notering aan een mkb-groeimarkt. Buiten dit toepassingsbereik zijn lidstaten geheel vrij om meervoudig stemrecht naar eigen inzicht vorm te geven. Omdat in Nederland op dit moment geen mkb-groeimarkt is geregistreerd, betekent dit in feite dat het richtlijnvoorstel de bestaande Nederlandse praktijk – inclusief toepassing van de open normen in artikelen 2:92 en 2:8 BW – vooralsnog geheel onverlet laat. In de tweede plaats, lijkt het richtlijnvoorstel ruimte te bieden voor andere vormen van meervoudig stemrecht – zoals de Nederlandse – zolang de techniek die de richtlijn voorschrijft maar tot de mogelijkheden behoort. In dat geval zou het richtlijnvoorstel resulteren in een extra keuzemogelijkheid om meervoudig stemrecht in te voeren voor ondernemingen die een notering willen aan een mkb-groeimarkt, naast de mogelijkheden die de Nederlandse praktijk nu al biedt. Ook in dat geval zijn de gevolgen van het richtlijnvoorstel voor de bestaande Nederlandse praktijk beperkt, omdat deze dan onverkort kan worden toegepast, naast de geïmplementeerde regeling. De Minister voor Rechtsbescherming acht het wenselijk dat het richtlijnvoorstel zoveel mogelijk ruimte biedt om aan te sluiten bij de Nederlandse praktijk, zodat deze zoveel mogelijk kan worden behouden voor ondernemingen die een notering willen aan een mkb-groeimarkt.

Ten aanzien van de gevolgen van transparantie-eisen voor natuurlijke personen, delen deze leden de zorgen van het kabinet. Deze leden vragen of het kabinet mogelijkheden ziet hierbij een onderscheid te maken in het regime voor natuurlijke personen en rechtspersonen.

De MVR-richtlijn stelt voor dat de identiteit van aandeelhouders met meervoudig stemrecht openbaar moet worden gemaakt (of van degenen die namens hen de stemrechten uitoefenen). De verplichting geldt zowel voor rechtspersonen als voor natuurlijke personen. Meervoudig stemrecht is bedoeld om bepaalde aandeelhouders gerede invloed te geven op het reilen en zeilen van de onderneming. Voor potentiële beleggers is het

relevant om te weten wie deze invloed uitoefent. Als de transparantieverplichting uitsluitend komt te gelden voor rechtspersonen, is het eenvoudig om de verplichting algeheel te omzeilen door natuurlijke personen aandeelhouder te laten zijn. Dat zou ten koste gaan van de mogelijkheden voor beleggers om een goed geïnformeerde beslissing te nemen. Het principe van de voorgestelde transparantieverplichting is overigens niet nieuw. De transparantierichtlijn kent soortgelijke verplichtingen die zowel gelden voor natuurlijke personen als rechtspersonen.⁹ Met het oog op de proportionaliteit van de publicatie van namen van natuurlijke personen, kan aansluiting worden gezocht bij deze richtlijn. Uit de richtlijn volgt kort gezegd dat melding moet worden gemaakt van een verwerving van aandelen boven een bepaalde drempelwaarde van bedrijven genoteerd op een gereguleerde markt. Die meldplicht is opgenomen in art. 5:38 Wft, waarbij nationaal is gekozen voor een eerste drempelwaarde van 3%.

Ik heb, samen met de Minister voor Rechtsbescherming in de onderhandelingen voor de MVR-richtlijn ingebracht voorstander te zijn van een drempelwaarde, waaronder het aandelenbelang niet gemeld hoeft te worden, om kleine aandeelhouders, zowel natuurlijke personen als rechtspersonen, van mkb-ondernemingen die in de EU gebruik willen maken van een MVR-structuur te ontzien. Daarbij is voorgesteld aansluiting te zoeken bij de transparantierichtlijn.

Over de voortgang van de MVR-onderhandelingen kan ik het volgende mededelen. Op 19 april is de Raadspositie in het Comité van Permanente Vertegenwoordigers (Comité des représentants permanents: COREPER) voorgelegd aan de lidstaten en is mandaat gevraagd voor de onderhandelingen met het Europees Parlement (EP). Daarover is akkoord bereikt. Het voorstel zal vervolgens worden behandeld in de Raad Justitie en Binnenlandse Zaken. De verwachting is dat daarna de trilogie tussen Raad, EP en de Commissie starten nadat ook het EP een positie heeft ingenomen.

Uit het fiche blijkt dat het kabinet kritisch staat tegenover de voorgestelde wijzigingen van de publicatieplicht bij voorkennis. De leden van de VVD-fractie vragen daarbij of het kabinet überhaupt voorstander is van een vorm van verduidelijking van deze regelgeving of dat het kabinet op het standpunt staat dat er geen aanleiding is voor een wijziging van deze regels.

Het begrip voorwetenschap bestaat al tientallen jaren in meer of meer ongewijzigde vorm en de uitleg van het begrip is in die tijd verder ontwikkeld in de jurisprudentie van het Hof van Justitie van de Europese Unie. Ik ben van mening dat de marktdeelnemers en toezichthouders daar goed mee overweg kunnen. Ik zie daarom geen aanleiding om de regels op dit onderwerp grondig te wijzigen, aangezien hierdoor mogelijk nieuwe onduidelijkheden kunnen ontstaan. Ik ben daarbij uiteraard niet tegen het geven van verduidelijking binnen het huidige regime en steunt zodoende de aanscherpingen zoals opgenomen in het voorstel. Daarnaast steun ik het voorstel voor het zogenoemde CMOBS-mechanisme (*cross market order book surveillance*), waardoor toezichthouders beter in staat worden gesteld gevallen van grensoverschrijdend marktmisbruik aan te pakken.

⁹ Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (transparantierichtlijn).

Vragen en opmerkingen vanuit de D66-fractie

Aangezien het voorstel ondernemers meer mogelijkheden voor financiering biedt, het publiek meer mogelijkheden om te participeren in ondernemingen biedt en (daarmee) belemmeringen voor groei en innovaties wegneemt, hebben de leden van de D66-fractie met belangstelling kennisgenomen van het Fiche: Een verordening en richtlijnen voor eenvoudigere en flexibelere regels voor beursnoteringen (mkb-)bedrijven. Deze leden hebben hier nog een aantal vragen en opmerkingen bij.

Uit het fiche begrijpen de leden van de D66-fractie dat een mkb-groei-markt «een subcategorie van de multilaterale handelsfaciliteit (MTF)» is. Gezien het voorliggende voorstel verwachten deze leden dat het belang van mkb-groeimarkten toeneemt. Daarom vragen deze leden hoeveel groeimarkten er reeds bestaan, of het kabinet van mening is dat het wenselijk is dat tenminste één mkb-groei-markt vanuit Nederland gaat opereren om toegang voor Nederlandse ondernemers te verbeteren, wat de rol van de Staat is bij de totstandkoming van dergelijke markten en op welke manier ondernemers worden toegelaten tot een mkb-groei-markt.

Ik vind het wenselijk dat bedrijven de keuze hebben uit verschillende vormen van financiering. Financiering door middel van *crowdfunding* of een beursnotering behoort daar ook toe. Een marktexploitant of een beleggingsonderneming die een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) exploiteert kan een registratie als mkb-groei-markt aanvragen bij de toezichthouder als – onder meer – ten minste de helft van de uitgevende instellingen, waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op de betreffende MTF, een mkb-onderneming is.¹⁰ In 2021 waren er in totaal zeventien mkb-groei-markten in de EU.¹¹ Zoals in het fiche benoemd, is er in Nederland momenteel geen mkb-groei-markt. Dit betekent echter niet dat mkb-ondernemingen in Nederland geen toegang hebben tot een beurs. Nederland kent een gereguleerde markt (Euronext Amsterdam) en MTF's waar mkb'ers een notering kunnen aanvragen. Sommige (alternatieve) handelsplatformen, zoals NPEX of NXChange, richten zich met hun MTF specifiek op mkb-ondernemingen of *start-ups* en *scale-ups*.

Het is een afweging van het handelsplatform (de MTF) of zij een mkb-groei-markt wenst te exploiteren. Tot op heden is dit nog niet aantrekkelijk genoeg gebleken. Het zou interessant kunnen zijn om een mkb-groei-markt te hebben in Nederland, maar die keuze ligt bij de handelsplatformen, en zal mede afhankelijk zijn van de behoefte van (potentiële) uitgevende instellingen, de mkb-ondernemingen die naar de beurs willen. Handelsplatformen of beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren hebben specifieke kennis over de markt die zij bedienen. Als zij van mening zijn dat uitgevende instellingen daarmee sneller noteren, zullen zij wellicht een aanvraag overwegen.

De in het pakket voorgestelde lastenverlichtingen zien op de regels voor handelsplatformen die zich als mkb-groei-markt wensen te registreren en daarnaast ziet de lastenverlichting op de prospectusregels voor uitgevende instellingen. Op een mkb-groei-markt hoeft de uitgevende instelling slechts een toelatingsdocument te publiceren om toegelaten te worden tot de handel, in plaats van een prospectus. Ook geldt in het nieuwe voorstel

¹⁰ Art 33 richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) (MiFID II).

¹¹ ESMA Final Report on the functioning of the regime for SME Growth Markets, April 2021 (ESMA70-156-4103).

dat meer vrijstellingen gaan gelden voor het opmaken van een prospectus voor een IPO of een vervolguifte. Daar zou een uitgevende instelling dus van kunnen profiteren.

Het is aan het handelsplatform of effecten van een uitgevende instellingen worden toegelaten tot de notering op het handelsplatform. Voor die notering gelden de minimale eisen voor een MTF die volgen uit MiFID II, maar ook specifieke eisen als gevolg van de registratie als mkb-groeimarkt.¹² Daarnaast gelden de zogeheten beursreglementen («rulebooks») van de betreffende exploitanten van de handelsplatformen.

Voorts vragen deze leden waar ondernemers terecht kunnen als zij wel effecten willen verhandelen maar niet worden toegelaten tot een mkb-groeimarkt.

De door een mkb-onderneming uitgegeven effecten kunnen in Nederland ook op andere (multilaterale) handelsplatformen dan een mkb-groeimarkt worden toegelaten tot de handel. Zo kunnen dergelijke effecten in beginsel worden toegelaten tot de handel op een MTF die geen mkb-groeimarkt is of op een gereguleerde markt. Verder kunnen door een mkb-onderneming uitgegeven obligaties, deze financiële instrumenten kwalificeren ook als effect in de zin van de Wft, worden verhandeld op een georganiseerde handelsfaciliteit (OTF). Op handelsplatformen die geen mkb-groeimarkt zijn kunnen echter wel strengere regels gelden voor uitgevende instellingen, zeker waar het gaat om een notering op een gereguleerde markt.

De aanvullende mogelijkheden voor ondernemers om financiering te vinden achten de leden van de D66-fractie positief. Daarom vragen deze leden naar de betrokkenheid van bestaande financiers bij de nieuwe financiering van relatief kleinere bedrijven. Welke prikkels hebben financiers van bijvoorbeeld een familiebedrijf om het bedrijf te begeleiden richting een aandelenemissie en heeft het kabinet een beeld van de verwachte gevolgen van deze additionele mogelijkheid op de financieringskosten voor kleinere ondernemingen?

Bestaande financiers van het mkb zullen doorgaans banken zijn, bijvoorbeeld indien sprake is van een langlopende lening. Over het algemeen geldt op grond van de algemene bankvoorwaarden of specifieke voorwaarden dat medewerking van de bank is vereist voor eventuele vervolfinanciering (*negative pledge en no further debt clause*). Of het in het belang is van de eerste financier, zoals een bank, om medewerking te verlenen aan een beursgang, hangt af van de omstandigheden. Indien daarmee de kans wordt vergroot op terugbetaling van de lening, zal een bank mogelijk medewerking willen verlenen. Daartoe is de bank echter niet verplicht. Een weigering tot het verlenen van medewerking wordt eventueel wel begrensd door de zorgplicht t.o.v. de zakelijke klant. Of een beursgang een aantrekkelijke vorm van financiering is voor een bedrijf, is niet in het algemeen te voorspellen. Dit hangt af van de kosten van een beursgang ten opzichte van andere vormen van financiering, maar ook van andere reeds hierboven beschreven factoren. Met het voorliggende voorstel wordt beoogd de aantrekkelijkheid te vergroten.

Transparantie over een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht is volgens de leden van de D66-fractie positief. Deze leden vragen naar de samenhang met andere voorschriften rond transparantie, zoals de

¹² Art 33, derde lid richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) (MiFID II).

Sustainable Finance Disclosure Regulation. Gelden verplichtingen voor transparantie over duurzaamheid ook voor mkb-groeimarkten en de bedrijven wiens aandelen op een dergelijke markt worden verhandeld?

De Verordening betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (SFDR) bepaalt welke informatie financiële instellingen die beleggingsproducten aanbieden, zoals banken, beleggingsondernemingen, beheerders van beleggingsinstellingen en financieel adviseurs, moeten verstrekken aan klanten over het duurzaamheidskarakter en de duurzaamheidsrisico's van beleggingen. Daarnaast is er regelgeving inzake de duurzaamheidsrapportages die bedrijven moeten opstellen. Dit is thans geregeld in de richtlijn niet-financiële rapportage (NFRD), die geldt voor beursgenoteerde ondernemingen. Het toepassingsbereik van de NFRD is per lidstaat bepaald, afhankelijk van de rechtsvorm die daar gangbaar is. In Nederland betreft dit bedrijven die op een gereglementeerde markt (beurs) genoteerd zijn. Deze openbaarmakingsverplichtingen zijn niet van toepassing op effecten genoteerd op een MTF of een mkb-groeimarkt. Zoals in het fiche genoemd, is in Nederland op dit moment geen mkb-groeimarkt geregistreerd. De NFRD wordt voor financiële rapportages vanaf het boekjaar 2024 opgevolgd door de Richtlijn met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen (CSRD).¹³ Het toepassingsbereik van deze richtlijn is initieel gelijk aan de NFRD, maar wordt binnen drie jaar stapsgewijs uitgebreid naar meerdere, ook niet-beursgenoteerde bedrijven, mits zij aan twee van de volgende criteria voldoen (meer dan 250 werknemers, meer dan EUR 40 miljoen omzet, meer dan EUR 20 miljoen activa). Deze criteria zijn niet afhankelijk van een eventuele notering aan een mkb-groeimarkt. In het voorstel is opgenomen dat, waar het gaat om effecten met een *equity*-karakter, zoals aandelen, in het prospectus moet worden opgenomen of de uitgevende instelling valt onder de CSRD. De eisen die hieraan worden gesteld zullen door de Commissie nader worden uitgewerkt in een gedelegeerde handeling.¹⁴

Omdat het kabinet kritisch is op het voorstel om uitgevende instellingen in bepaalde gevallen vrij te stellen van een prospectusverplichting, vragen de leden van de D66-fractie naar een argumentatie voor de stellingname dat «de vervolgitgifte niet meer dan een bepaald percentage van het aantal effecten dat reeds tot de handel is toegelaten vertegenwoordigt». Waarom zou er bij verder gelijkblijvende omstandigheden geen vrijstelling verleend kunnen worden?

Het kan zijn dat bij vele vervolgitgiftes het (financiële) karakter van een uitgevende instelling verandert. Meerdere relatief kleine uitgiftes kunnen bij elkaar een aanzienlijke waarde vertegenwoordigen, terwijl – zonder een grenspercentage – de prospectusplicht niet geldt. Dat kan tot gevolg hebben dat beleggers niet voldoende geïnformeerd zijn over de financiële gevolgen van de extra uitgiften voor de uitgevende instelling. Die risico's worden gemitigeerd door andere geldende transparantievereisten als gevolg van het reeds 18 maanden genoteerd zijn. Aan uitgevende instellingen waarvan effecten op een gereglementeerde markt zijn genoteerd, worden immers hoge eisen gesteld op het gebied van transparantie (transparantierichtlijn) en marktmisbruik (MAR). Ik vind een

¹³ Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn (EU) nr. 537/2014 betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen, (COM/2021/189)

¹⁴ Daarnaast zal de Commissie in een gedelegeerde handeling nader uitwerken hoe ESG-gerelateerde informatie moet worden opgenomen in een non-equity prospectus, wanneer die effecten worden aangeprezen als rekening houdend met ESG-factoren (art. 13 lid 1 tweede onderdeel g, COM(2022) 762). Zie ook Annex 1 (the prospectus), Annex III (securities note) en Annex V (EU follow-on non equity securities).

vrijgestelde vervolgaangifte dan eerder gerechtvaardigd, maar tot op zekere hoogte. Daarom blijft een grenspercentage mijns inziens wenselijk. Op een mkb-groeimarkt gelden minder eisen. Uitgevende instellingen genoteerd op een mkb-groeimarkt hoeven immers niet te voldoen aan de eisen uit de transparantierichtlijn en ook de eisen die worden gesteld aan een prospectus zijn lager, waardoor de risico's voor retailbeleggers groter zijn. Ik zie daarom risico's bij een onbegrensde vrijstelling voor vervolguittes, voornamelijk waar het gaat om noteringen op mkb-groeimarkten.

Ook de leden van de D66-fractie zijn net als het kabinet voorstander van het stroomlijnen en vereenvoudigen van prospectussen. Daarom vragen deze leden naar hoe (retail)beleggers verschillende investeringsmogelijkheden kunnen vergelijken door prospectussen op een centrale plaats vindbaar te laten zijn. Biedt het voorstel mogelijkheden voor (private) partijen om, bijvoorbeeld middels een Application Programming Interface (API), beursnoteringen van het mkb op groeimarkten inzichtelijk te maken voor beleggers?

Op dit moment wordt het voorstel behandeld om een European Single Access Point (ESAP) op te richten. Het doel van ESAP is om bedrijfsinformatie inzichtelijk te maken op een centraal platform. Het gaat daarbij primair om informatie die reeds op grond van geldende openbaarmakingsverplichtingen moet worden gepubliceerd. Daarvoor zullen onder andere de prospectusverordening en de MAR gewijzigd worden. Het ESAP-voorstel bevat bijvoorbeeld de verplichting voor uitgevende instellingen genoteerd op een gereguleerde markt om prospectussen via ESAP te publiceren. Ook zal openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen op grond van de MAR openbaar gemaakt worden via ESAP. Ondernemingen zullen eveneens een mogelijkheid krijgen om vrijwillig informatie aan ESAP aan te leveren zodat zij zichtbaar zijn op het centraal platform, ook wanneer er geen openbaarmakingsverplichting is.

Daarnaast delen de leden van de D66-fractie de zorgen van het kabinet over de integriteit van de markt en de eventuele gevolgen van een beperking van de plicht om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. Daarom vragen deze leden naar de vervolgstappen van het kabinet om de integriteit van markten te verzekeren en duidelijkheid te hebben over de eventuele positieve gevolgen van een beperking van een publicatieplicht voordat een dergelijke beperking wordt doorgevoerd.

Ik maak mij in de onderhandelingen over het voorstel hard voor het behoud van de marktintegriteit en steunt voorstellen tot versterking daarvan. Daarbij ben ik mij bewust van het krachtenveld, onderzoek ik ook mogelijkheden binnen het huidige voorstel en sta ik open voor alternatieve maatregelen om de marktintegriteit (binnen het huidige voorstel) te waarborgen. Daarbij teken ik wel aan dat de regels met betrekking tot marktmisbruik zijn geharmoniseerd, waardoor het niet mogelijk is om op nationaal niveau vervolgstappen te zetten die afwijken van de Europese verordening.

Omdat de Europese Commissie vijf jaar na inwerkingtreding een evaluatie zal uitvoeren, vragen de leden van de D66-fractie naar welke lessen Nederland nu al kan trekken van financierings- en handelsregimes in andere landen en hoe de Nederlandse mkb-financiering zich verhoudt tot deze regimes.

De jaarlijkse CBS Financieringsmonitor maakt de ontwikkelingen inzichtelijk van het mkb in de zoektocht naar financiering. Hieruit komt jaarlijks het beeld naar voren dat beursnoteringen voor het mkb slechts

een klein aandeel betreffen in het gehele financieringsaanbod. Dit geldt over het algemeen ook voor de rest van de EU. Een beursnotering wordt in sommige gevallen nog als onvoldoende aantrekkelijke financieringsvorm ervaren. Dit is dan ook aanleiding geweest voor de Commissie om in het actieplan voor de versterking van de kapitaalmarktunie met een voorstel voor het faciliteren van beursgangen te komen. De Commissie heeft dit voorstel gebaseerd op een veelvoud van rapporten, onder meer van experts uit de sector.¹⁵ Uit die rapporten komt naar voren waar de markt knelpunten ervaart waar het gaat om beursnoteringen. Met het voorstel is dus al geput uit de ervaringen in de praktijk. De Commissie zet voornamelijk in op het terugbrengen van de lasten voor bedrijven voor een beursnotering, bijvoorbeeld door harmonisering in regels en uitbreiding van vrijstellingsgronden om een prospectus op te maken.

Ook vragen de leden van de D66-fractie of de Autoriteit Financiële Markten (AFM) is geconsulteerd en ook van mening is dat additionele mogelijkheden voor mkb-financiering geen grote gevolgen hebben voor het toezicht. Acht het kabinet het wenselijk dat het voorstel ertoe leidt dat er meer prospectussen zullen volgen die beoordeeld moeten worden, en er dus wel gevolgen voor het toezicht zouden zijn?

De AFM is geconsulteerd na publicatie van het voorstel door de Commissie. De AFM ziet geen grote gevolgen voor toezicht als gevolg van wijzigingen in prospectusregimes. Indien het voorstel inderdaad tot een toename zou leiden van beursnoteringen, kan dit mogelijk leiden tot meer toezichtcapaciteit. De toekomst moet dit uitwijzen. Tegelijkertijd worden de uitzonderingen voor het opstellen van een prospectus verruimd, wat een verlichting kan betekenen in de toezichtcapaciteit.

Vragen en opmerkingen vanuit de CDA-fractie

De leden van de CDA-fractie zijn met het kabinet voorstander van het verdiepen van de Europese kapitaalmarktunie. Vooral vereenvoudigingen voor het MKB kunnen hen helpen meer kapitaalmarktfinanciering aan te trekken wat kan helpen met investeringen en groei. Wel hebben deze leden een aantal vragen bij de voorstellen van de Europese Commissie.

In het algemeen zijn de leden van de CDA-fractie voor harmonisatie, maar deze leden lezen in de voorstellen ook «deregulering». Zo komt er een aantal vrijstellingen voor de prospectusplicht, die het mogelijk moeilijker maken voor geïnteresseerde beleggers om een goed en verantwoord oordeel te vellen. Een prospectus is immers bedoeld om geïnteresseerden te informeren over de onderneming en aanstaande beursgang en geeft geïnteresseerde beleggers alle relevante informatie om ze in staat te stellen een goed en verantwoord oordeel te vormen over de aangeboden aandelen. De leden van de CDA-fractie vragen hoe het kabinet dit beoordeelt, of beleggers hierdoor meer risico gaan lopen en of beleggers dat beseffen. Ook vragen deze leden hoe beleggers hierover goed zullen worden geïnformeerd.

Over het algemeen geldt dat beleggers geïnformeerd moeten worden over een beursnotering of aandelenuitgifte. Tegelijkertijd moeten de

¹⁵ De Technical Expert Stakeholder Group on SMEs (TESG) heeft 12 concrete voorstellen gedaan aan de Commissie en lidstaten om de toegang van mkb-bedrijven tot publieke markten te verbeteren. Deze voorstellen bouwen verder op het werk van het CMU High Level Forum, een Oxera-studie, en het ESMA evaluatierapport over MiFID II over het functioneren van mkb-groeimarkten. In 2021 heeft de Commissie een publieke en gerichte consultatie gedaan naar het huidige wettelijk kader. De Commissie heeft ook twee technische workshops georganiseerd met belanghebbenden uit het bedrijfsleven.

kosten voor ondernemingen die een beursgang overwegen wel betaalbaar blijven. Zeker waar het gaat om relatief kleine financieringen kunnen de kosten relatief hoog worden in vergelijking met de financiering die het bedrijf wenst aan te trekken. Het is het doel van de Commissie als ook mijn inzet om deze juiste balans te blijven vinden, zonder te veel afbreuk te doen aan het niveau van beleggersbescherming. Risico's van geldende vrijstellingen worden gemitigeerd zoals hierboven beschreven onder antwoord 1.

Daarnaast geldt voor kleine aanbiedingen tot vijf miljoen euro de verplichting om duidelijk in reclame-uitingen te communiceren dat de betreffende uitgifte buiten het prospectustoezicht van de AFM valt. Deze wettelijk voorgeschreven vrijstellingsvermelding bevat de waarschuwing aan de belegger dat buiten prospectustoezicht wordt belegd. Ten slotte is het ook in het belang van bedrijven zelf om beleggers goed te informeren. Doen zij dit immers onvoldoende, dan kan dit leiden tot aansprakelijkheidsrisico's.

De leden van de CDA-fractie lezen dat de Europese Commissie de grens voor vrijstelling voor een prospectus op 12 miljoen euro wil zetten, terwijl de Nederlandse grens op vijf miljoen euro ligt. Deze leden vragen het kabinet wat de overwegingen waren ten grondslag aan de Nederlandse grens van vijf miljoen euro en wat de risico's zijn van het ophogen van de grens naar 12 miljoen euro, vooral met het oog op beleggersbescherming. Deze leden vinden het goed om te lezen dat ook het kabinet inzet op beleggersbescherming.

In het algemene overleg van de vaste commissie voor Financiën van 4 februari 2016 heeft de Minister van Financiën toegezegd deze verhoging van toen 2,5 miljoen naar vijf miljoen euro door te voeren, vooruitlopend op de invoering van de nieuwe Prospectusverordening. Toelichting daarbij was dat verhoging meer bedrijven de mogelijkheid zou bieden om beursfinanciering op te halen. De AFM zou dan wel zicht moeten krijgen op de aanbiedingen onder de vrijstellingsgrens door middel van een meldingsplicht. Ook werd het informatiedocument ingevoerd met minimumeisen ter informatie van beleggers.¹⁶

Dezelfde afweging tussen versoepeling voor bedrijven en risico's voor beleggers speelt ook hier. De insteek is ook nu om de risico's tegen te gaan middels deze mitigerende maatregelen. Daarnaast heeft Nederland twijfels geuit in de onderhandelingen over de hoogte van deze grens met het oog op beleggersbescherming. Bij antwoord 1 ben ik nader ingegaan op de voordelen en risico's van het verhogen van de vrijstellingsgrens.

Als tweede en derde voorstel worden versoepelingen in het vrijstellingsregime voorgesteld voor op een gereguleerde markt of een mkb-groeimarkt genoteerde bedrijven. De leden van de CDA-fractie vragen of zij het goed begrijpen datje als iemand reeds toegelaten is voor de handel er nu 40 procent van de beurswaarde aan nieuwe aandelen mag worden uitgegeven, zonder dat een prospectus hoeft te worden uitgebracht. Kan het zo zijn wanneer voor tien miljoen euro wordt uitgegeven in jaar t en in jaar t+2 voor vier miljoen euro wordt uitgegeven geen prospectus hoeft te worden gepubliceerd?

Dat klopt inderdaad. Na 12 maanden kan immers al gebruik gemaakt worden van de volle omvang (van 40%) van de vrijstelling uit artikel 1 paragraaf 4, (da). Wanneer de uitgifte van vier miljoen euro minder dan 40% van het totale aantal reeds voorafgaand aan de uitgifte genoteerde

¹⁶ Verslag algemeen overleg op 23 maart 2016, Kamerstuk 22 112, nr. 2100.

aandelen bedraagt, hoeft daar geen prospectus voor te worden gepubliceerd. Betreft de uitgifte van tien miljoen euro de initiële notering, dan kan binnen 12 maanden daarna voor maximaal vier miljoen (dus eigenlijk 3,999 miljoen) zonder prospectus worden uitgegeven.

Hoewel ik een verhoging van de huidige vrijstelling voor kleine aanbiedingen kan steunen, zie ik wel risico's bij te hoge vrijstellingen, zeker als deze op elkaar ingrijpen. Ik zet mij in de onderhandelingen dan ook in op het beperken van de risico's voor beleggers door steun uit te spreken voor verlaging van de vrijstellingen zoals opgenomen in het huidige voorstel.

De leden van de CDA-fractie lezen dat een aantal voorstellen wordt gedaan om de opmaak van een prospectus te vereenvoudigen en te stroomlijnen binnen de Europese Unie. Deze leden lezen in dat kader dat de prospectus volledig in het Engels mag worden opgemaakt, maar vragen het kabinet of het uit het oogpunt van bescherming van Nederlandse taal en beleggers het niet verstandig is dat er altijd een samenvatting moet komen in de taal van het land van uitgiften?

Over het algemeen geldt dat het voor beleggers eenvoudiger is om in hun eigen taal kennis te kunnen nemen van een propositie. Het voorstel geeft uitgevende instellingen de mogelijkheid om, zowel bij grensoverschrijdende aanbiedingen als bij nationale aanbiedingen te kiezen voor een taal die gebruikelijk is in internationale financiële kringen. Artikel 27 van het voorstel schrijft voor dat de samenvatting in de officiële taal van de lidstaten waar de aanbidding en/of toelating tot de handel plaatsvindt, wordt opgesteld of in een taal die wordt geaccepteerd door die lidstaten. Daarom geldt er nog wel een vertalingsverplichting voor de prospectussamenvatting, wanneer deze aan retailbeleggers wordt aangeboden.

Voorts lezen de leden van de CDA-fractie dat versoepeling wordt voorgesteld in het universeel registratiedocument-regime door de status van «frequent uitgevende instelling» vanaf één jaar in plaats van twee jaar te verlenen. De leden lezen dat de voorstellen van de Europese Commissie om enkele wijzigingen afkomstig uit het kapitaalmarktenherstelpakket permanent te maken voortkomen uit maatregelen in het kader van ondersteuning door Covid-19. Deze leden vragen of er een evaluatie van deze maatregelen is, en zo niet, of het niet redelijk is dat dergelijke maatregelen worden genomen na een grondige evaluatie?

Op grond van artikel 48 van de geldende prospectusverordening, doet de Commissie vijf jaar na inwerkingtreding verslag van de evaluatie van de verordening.¹⁷ De evaluatie van de prospectusverordening heeft plaatsgevonden en is terug te vinden in de *impact assessment*. De evaluatie is gebaseerd op ESMA rapporten in de zin van artikel 47 voor de jaren 2019 en 2020 en op ESMA data die bilateraal aan de Commissie is verstrekt voor het jaar 2021. Daarnaast zijn ook andere bronnen in ogenschouw genomen, namelijk de rapporten van het CMU High Level Forum, de Technical Expert Stakeholder Group on SMEs (TESG), een Oxera-studie, de bevindingen uit de openbare consultatie onder stakeholders in 2022 en de peer review door ESMA van de controle- en

¹⁷ Met de invoering van het herstelpakket is artikel 48 prospectusverordening en de eisen die daarin worden gesteld aan de inhoud van het verslag uitgebreid met onder andere een evaluatie van het EU-herstelprospectus.

goedkeuringsprocedures van de bevoegde autoriteiten.¹⁸ De ervaringen met het herstelpakket zijn nog beperkt, maar komen al wel terug in de evaluatie op basis van recente rapporten en inbreng van stakeholders.¹⁹

Over het algemeen geldt dat ik geen voorstander ben van permanente wijzigingen van regelgeving wanneer deze nog niet onderhevig is geweest aan een degelijke evaluatie. Tegelijkertijd steun ik het initiatief van de Commissie om beursgangen aantrekkelijker te maken voor bedrijven. In dit licht begrijp ik de wens om deze specifieke maatregel permanent te maken.

De leden van de CDA-fractie lezen dat een verplichte leesperiode wordt verkort van zes naar drie dagen tussen de publicatie van het prospectus en het moment dat de aanbieding afloopt. Deze leden vragen wat hiervoor de achterliggende reden is. Deze leden vragen of dit belangstellenden voldoende tijd geeft om zich goed in te lezen en onderzoek uit te voeren.

Zoals opgenomen in het fiche kan het kabinet zich vinden in verkorting van de leestijd, omdat het niet alleen in het belang is van uitgevende instellingen, maar indirect ook in het belang kan zijn van retailbeleggers. Op dit moment is het namelijk zo dat de leestijd van zes dagen een obstakel vormt in initiële uitgiftes van aandelen. In een volatiele markt is het lastig voor een uitgevende instelling om het juiste moment te kiezen voor een beursgang. Het is tevens van belang dat in korte tijd een *order book* wordt opgebouwd. Hoe langer deze periode duurt, hoe meer orders doorgaans worden ingetrokken. Het gevolg in de praktijk is geweest dat uitgevende instellingen over het algemeen exclusief aanbieden aan gekwalificeerde beleggers en niet meer aan retailbeleggers. Uiteindelijk kan een verkorting van de minimale leestijd dus ook in het belang zijn van retailbeleggers, omdat hen dan wellicht de gelegenheid zal worden geboden om te participeren in initiële beursgangen. Ik ben van mening dat met een verkorting van de leesperiode naar drie dagen een goede balans is gezocht tussen de belangen van de uitgevende instellingen en van de beleggers.

De leden van de CDA-fractie lezen dat wordt voorgesteld om het goedkeuringsproces van prospectussen door de nationale toezichthouders te stroomlijnen en dat een nieuw equivalentieregime wordt geïntroduceerd voor prospectussen van bedrijven van buiten de Europese Unie. Deze leden vragen het kabinet wat de reden was dat deze prospectussen van bedrijven buiten de Europese Unie momenteel wel moeten worden voorgelegd aan de toezichthouder en hoe kan worden gegarandeerd dat de belegger wel voldoende wordt beschermd. Ontstaan er risico's dat beleggersbescherming afneemt?

Het huidige systeem van beoordeling van buitenlandse prospectussen door Europese toezichthouders werkt niet goed. Voor nationale toezichthouders is het praktisch onmogelijk en tevens inefficiënt om prospectussen uit derde landen goed te beoordelen, omdat dit kennis vereist van het derde landen-prospectusregime. Het kabinet steunt dan ook, zoals beschreven in het fiche, het voorstel waarin op Europees niveau nadere eisen worden gesteld om vervolgens het prospectusregime van een derde

¹⁸ Impact Assessment (SWD(2022) 762, p. 161. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, A new vision for Europe's capital markets, juni 2020; Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, Empowering EU capital markets for SMEs, mei 2021; Oxera final report, Primary and secondary equity markets in the EU, November 2020; ESMA Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, 21 juli 2022 (ESMA42-111-7170).

¹⁹ Impact Assessment (SWD(2022) 762, p. 182.

land op Europees niveau equivalent te kunnen verklaren. Niet alleen is dat veel efficiënter, ook is dit goed voor de concurrentiepositie van de Europese markt. Het voorstel maakt het immers makkelijker voor buitenlandse bedrijven om op Europese beurzen te kunnen noteren, met inachtneming van de daarvoor gestelde regels. Het prospectus zal inderdaad niet meer aan goedkeuring door een Europese toezichthouder onderhevig zijn, maar daar komen wel een aantal voorwaarden voor in de plaats. Het prospectusregime in het derde land zal vergelijkbaar moeten zijn met het Europese prospectusregime. De eisen aan een dergelijk regime worden nader uiteengezet in gedelegeerde handelingen. Alleen in die gevallen dat aan de voorwaarden wordt voldaan en het prospectusregime van het derde land als equivalent is aangewezen door ESMA, is toelating op de Europese markt mogelijk. Het risico van verminderde beleggersbescherming is daarmee mijns inziens aanvaardbaar.

Ten aanzien van wijzigingen in de verordening marktmisbruik lezen de leden van de CDA-fractie dat een belangrijke wijziging is gelegen in de plicht voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken. De reikwijdte van deze plicht wordt ingeperkt tot een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te bewerkstelligen. Zo vervalt onder meer de (door Nederland gebruikte) lidstaatoptie om te vereisen dat uitgevende instellingen slechts op aanvraag van de toezichthouder uitstel van publicatie van voorwetenschap moeten melden. Deze leden hebben ook hier de vraag waarom Nederland ooit de lidstaatoptie heeft gekozen en waarom dat nu niet meer nodig is. Deze leden vragen of het vervallen van deze maatregelen er niet voor zorgt dat de bescherming van beleggers minder wordt. Ook vragen deze leden wat de mogelijkheden zijn voor beleggers die misleid worden om hun recht te halen.

De huidige marktmisbruikverordening bepaalt onder meer dat, indien een uitgevende instelling (of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt) de openbaarmaking van voorwetenschap heeft uitgesteld, deze de bevoegde autoriteit (in Nederland de AFM) daarvan onmiddellijk op de hoogte stelt nadat de informatie openbaar is gemaakt en daarbij schriftelijk uiteen zet op welke wijze aan de voorwaarden voor het uitstel is voldaan. De verordening biedt als alternatief de mogelijkheid voor lidstaten om te bepalen dat een afschrift van een dergelijke toelichting enkel op verzoek van de bevoegde autoriteit hoeft te worden overlegd. Nederland heeft er met het Besluit uitvoering verordening marktmisbruik²⁰ voor gekozen om gebruik te maken van deze lidstaatoptie. Reden daarvoor was gelegen in het bewerkstelligen van een lastenverlichting voor zowel de marktdeelnemers als de toezichthouder. Het destijds kiezen voor toepassing van de lidstaatoptie heeft de algemene bevoegdheid van de toezichthouder om inlichtingen te vorderen onverlet gelaten.²¹

Waar de huidige verordening ziet op een *ex post* melding onmiddellijk na bekendmaking van de voorwetenschap, stelt de Europese Commissie nu een *ex ante* melding voor. Dit houdt in dat een uitgevende instelling (of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt) direct na het nemen van het besluit om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen, de bevoegde autoriteit moet laten weten dat zij dit uitstelt en hoe zij aan de voorwaarden voor uitstel zal voldoen. Ik ben van mening dat het belangrijk is dat de AFM deze informatie verkrijgt met het oog op het *real time* toezicht dat zij op de markt houdt.

De leden van de CDA-fractie vragen daarnaast ook of het vervallen van de maatregelen er niet voor zorgt dat de bescherming van beleggers minder

²⁰ Besluit uitvoering verordening marktmisbruik van 26 juni 2017, Stb. 2017, nr. 300

²¹ NvT Besluit uitvoering verordening marktmisbruik van 26 juni 2017, Stb. 2017, nr. 300 (Artikel III, Onderdeel C).

wordt en vragen in hoeverre beleggers die misleid zijn hun recht kunnen halen. Het voorstel brengt geen veranderingen teweeg ten aanzien van de mogelijkheden die beleggers hebben om hun recht te halen. Voor hen blijft de weg van de civiele aansprakelijkheid openstaan, waarbij afhankelijk van de gedraging van de uitgevende instelling kan worden gekozen voor verschillende juridische grondslagen. Ik merk daarbij wel op dat het voorstel het in potentie lastiger maakt om gedegen te kunnen stellen en bewijzen dat er sprake is van misleiding en/of een onrechtmatige gedraging van een uitgevende instelling, aangezien partijen in sommige gevallen überhaupt geen informatie meer openbaar hoeven te maken.

Ten aanzien van het marktmisbruik vragen de leden dan de CDA-fractie of het kabinet kan toelichten hoe de nieuwe vrijstellingen en regels zich verhouden tot de verplichtingen in landen buiten de Europese Unie, met name in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Deze leden willen graag weten waar de verschillen en risico's zitten. De leden van de CDA-fractie zouden eigenlijk verwachten dat wanneer vooraf minder regels worden gesteld, achteraf hogere boetes zouden moeten kunnen worden opgelegd in geval van misleiding en misbruik. Deze leden lezen nu dat er zowel minder regels, als minder of lagere boetes komen. Kan het kabinet dit bevestigen en reflecteren op de balans die de leden van de CDA-fractie graag zouden zien?

Wat betreft de verhouding tussen het voorstel en de regels in landen als het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten geldt dat beide landen regimes kennen ter voorkoming van marktmisbruik. Dat van het Verenigd Koninkrijk is geënt op de huidige verordening marktmisbruik. Het regime van de Verenigde Staten is vergelijkbaar in de zin dat het elementen bevat als een verbod op handelen met voorwetenschap en dat op uitgevende instellingen de verplichting rust om marktpartijen van dezelfde informatie te voorzien.

De verplichtingen voor uitgevende instellingen in het kader van marktmisbruik volgen vanuit de jurisdictie van de vestigingsplaats van het handelsplatform waarop de door die uitgevende instellingen uitgegeven effecten worden verhandeld. In die zin is er dus weinig overlap tussen regels. Alleen in het geval dat de effecten van een uitgevende instellingen op meerdere handelsplatformen zijn genoteerd kan er sprake zijn van overlap van regels. In het geval dat de effecten van een uitgevende instelling zijn genoteerd in zowel Amsterdam als New York, zijn beide regimes van toepassing. In de praktijk zal dat betekenen dat het strengste regime gevolgd zal moeten worden, aangezien informatie die openbaar wordt gemaakt vanzelfsprekend wereldwijd openbaar is op dat moment. Verder zal de keuze voor uitgevende instellingen voor een bepaald handelsplatform vooral afhangen van de vraag waar zij het beste haar financieringsdoelen kan behalen. Het regime voor het openbaar maken van bepaalde informatie zal daarbij vermoedelijk van secundair belang zijn.

Ten aanzien van de voorgestelde verlichting van regeldruk én de verlaging van bepaalde boetes geldt dat het voorstel beoogt om de notering voor (mkb-)bedrijven aantrekkelijker te maken. Daartoe wordt voorgesteld de regels eenvoudiger en flexibeler te maken. Met het voorstel wordt meer proportionaliteit in het sanctiestelsel gebracht, door de boetes voor kleinere uitgevende instellingen (mkb) te verlagen en worden bepaalde administratieve lasten verlicht. Op die manier wordt gepoogd om een goede balans te creëren tussen een kostenbesparing enerzijds en het waarborgen van de marktintegriteit en beleggersbescherming anderzijds. Ik vraag mij, net als de leden van de CDA-fractie, daarbij wel af of de verlaging van de boetes voor bepaalde uitgevende instellingen daaraan bijdraagt. Ik zal de Europese Commissie daar op bevragen.

Tot slot steunen de leden van de CDA-fractie het doel van het vervolmaken van de kapitaalmarktunie. Deze leden vragen of het kabinet kan toelichten of het belangrijkste doel van de kapitaalmarktunie is om inter-EU-kapitaalstromen te bevorderen, bijvoorbeeld van Italië naar Nederland en vice versa, of om geld van buiten de Europese Unie aan te trekken. Ook vragen deze leden hoe volgens het kabinet de maatregelen bijdragen aan de desbetreffende doelstelling.

De versterking van de kapitaalmarktunie kent meerdere doelen. Enerzijds dient grensoverschrijdende financiering tussen lidstaten bevorderd te worden. Anderzijds wordt beoogd door het verder harmoniseren van de regels voor en het toezicht op de kapitaalmarkten, de Europese kapitaalmarkt aantrekkelijker te worden voor investeerders, ook van buiten de EU.

De voorstellen in het pakket voor eenvoudigere en flexibelere regels voor beursnotering van (mkb-)bedrijven dragen bij aan deze doelstellingen door verdere harmonisering van deze regelgeving. Hiermee wordt het voor bedrijven naar verwachting eenvoudiger om naar de beurs te gaan. Ook wordt het voor beleggers aantrekkelijker om in de EU te beleggen, omdat er door aanwezigheid van meer kapitaalzoekende bedrijven een beter investeringsklimaat kan ontstaan.