



Spaar- en investeringsunie

8 mei 2025 | prof. dr. Bart Joosen, mr. dr. Marnix Wallinga (beiden Universiteit Leiden)

Samenvatting

Dit factsheet belicht de juridische aspecten van de initiatieven van de Europese Commissie (EC) betreffende de Spaar- en Investeringsunie, gepubliceerd op 19 maart 2025. Het document onderzoekt de raakvlakken van deze voorstellen met de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie en de wetenschappelijke knelpunten. Het doel van de Spaar- en Investeringsunie is om voldoende financieringsbronnen voor het bedrijfsleven te creëren, de afhankelijkheid van bancaire financiering te verminderen en economische groei, welvaart en concurrentiekracht in de Europese Unie te bevorderen. Belangrijke thema's zijn het stimuleren van particuliere spaarders om meer te beleggen in risicokapitaal en het aanmoedigen van institutionele beleggingen, om te voorzien in de noodzakelijk (geachte) investeringen in de digitale en groene economie en defensie.

In dit factsheet vragen we er aandacht voor dat sinds de eerste initiatieven van de EC in 2015 om te komen tot een Kapitaalmarktunie, er al het nodige is bereikt. Desondanks zijn er kansen voor het Nederlandse bedrijfsleven in een beter functionerende kapitaalmarkt indien de initiatieven rondom de Spaar- en Investeringsunie zouden worden gesteund, waarbij ook toegang tot de bredere Europese kapitaalmarkt kan leiden tot verbetering van het Nederlandse investeringsklimaat. Daarnaast biedt een beter functionerende kapitaalmarkt ook kansen aan Nederlandse huishoudens om hun spaargeld te investeren in hoger renderende kapitaalmarktinstrumenten.

We bepleiten daarbij wel om niet uit het oog te verliezen dat bepaalde uitgangspunten vooropgesteld moeten blijven, zoals de bescherming van particuliere beleggers tegen het nemen van te veel risico bij beleggingen, en het voorkomen dat de Spaar- en Investeringsunie leidt tot verschillende 'snelheden' wat betreft de aanvaarding en toepassing van nieuwe Europeesrechtelijk geüniformeerde regels, waarbij het middelgroot- en kleinbedrijf op achterstand zou komen te staan. Ook signaleren we enkele risico's/maken wij enkele kanttekeningen.

In de discussie over het 28^{ste} rechtsregime missen we één belangrijk onderdeel, namelijk op het gebied van financiële rapportages en jaarverslaggeving. Het middelgroot- en kleinbedrijf zou zeer gebaat zijn met de ontwikkeling van een 'IFRS-Light' en 'IAS-Light regime' (zoals door ons verder toegelicht in dit Factsheet). Brede toepassing daarvan binnen het Europese bedrijfsleven ook voor Nederlandse middelgrote en kleine ondernemingen opent de poort voor grensoverschrijdende toegang tot de Europese kapitaalmarkten.

Centrale vraagstelling

Welke elementen van de op 19 maart 2025 gepubliceerde voorstellen van de Europese Commissie (EC) betreffende de Spaar- en Investeringsunie hebben raakvlakken met de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie, en in hoeverre worden de in de wetenschap geadresseerde knelpunten op dit terrein op een adequate wijze geadresseerd?

1. Inleiding

Dit Factsheet gaat in op enkele juridische aspecten van de door de EC genomen initiatieven betreffende de Spaar- en Investeringsunie. Daarbij wordt voornamelijk ingegaan op de context hiervan voor de financiële markten en het toezicht daarop. Voor zover privaatrechtelijke of ondernemingsrechtelijke aspecten voortvloeiend uit de initiatieven van de EC van belang zijn voor het functioneren van de financiële markten, met name de kapitaalmarkten, zal hierop worden ingegaan in dit Factsheet. In dit Factsheet wordt niet ingegaan op de belastingtechnische kant van de Spaar- en Investeringsunie.

In dit Factsheet wordt in de Bijlage ingegaan op de tot dusverre genomen initiatieven betreffende de Kapitaalmarktunie, waarvan de eerste beleidskaders reeds in 2015 op tafel zijn gelegd, en die hebben geleid tot een groot geheel aan nieuwe regels, met name voor de publiekrechtelijke regulering van de kapitaalmarkten.

Er wordt kort ingegaan op de achtergrond van de Spaar- en Investeringsunie (paragraaf 2). Vervolgens worden de concrete elementen uit de voorstellen van de EC van 19 maart 2025 voor de Spaar- en Investeringsunie gespiegeld aan de elementen in de brief van de minister van Financiën van 17 maart 2025 over de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie (paragraaf 3). Daarna volgen enkele opmerkingen over uitgelichte aspecten van de Spaar- en Investeringsunie (paragraaf 4). Er wordt tenslotte ingegaan op de concrete door de Kamerleden in het kader van het debat met de minister van Financiën op 15 mei 2025¹ aan de wetenschap voorgelegde vragen (paragraaf 5).

2. Achtergrond Spaar- en -Investeringsunie

Het op 19 maart 2025 gepubliceerde initiatief van de EC voor een Spaar- en Investeringsunie (COM(2025 124), de Communicatie) is een concrete opvolging van een centraal element in het hoofdstuk 'Horizontale factoren die het concurrentievermogen bevorderen' van het op 28 januari 2025 door de EC gepubliceerde 'A Competitiveness Compass for the EU'.

De Spaar- en Investeringsunie is de derde iteratie van het in 2015 aangevangen werk om te komen tot een volledig geïntegreerde Europese kapitaalmarkt die de afhankelijkheid van het bedrijfsleven van eenzijdige bancaire financieringsbronnen dient te verminderen. De belangrijkste doelstelling van de Kapitaalmarktunie is te voorzien in voldoende financieringsbronnen voor het bedrijfsleven om innovaties in het bedrijfsleven om te zetten in succesvolle ondernemingen en om economische groei in de EU te bevorderen.

Een centraal thema van de Spaar- en Investeringsunie is het stimuleren van particuliere spaarders om meer te beleggen in risicodragend kapitaal in plaats van het aanhouden van laag renderend spaargeld bij banken, om daarmee welvaart te stimuleren en economische groei en concurrentiekracht te vergroten. Een ander belangrijk thema is het stimuleren van institutionele

¹ Welk debat wordt gehouden ter behandeling van de brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 17 maart 2025 'Kabinetsinzet kapitaalmarktunie', (kenmerk 2025-0000075239).

langetermijn beleggingen in de digitale en groene economie. De Spaar- en Investeringsunie moet volgens de EC een centrale rol vervullen in het realiseren van de 'Clean Industrial Deal' en 'ReArm Europe' en in het verzekeren van digitale innovatie in de Europese Unie.² De vereiste investeringen, geschat op EUR 750-800 miljard jaarlijks tot 2030, kunnen niet alleen worden bekostigd door overheidsuitgaven en bankfinanciering. Het overgrote deel van het benodigde kapitaal zal uit private investeringen moeten komen.

Veel van de voorstellen in de Communicatie van de EC betreffende Spaar- en Investeringsunie betreffen verfijningen en verbeteringen van sinds 2015 geïntroduceerde wetgeving in het kader van de Kapitaalmarktunie. Een centraal thema in het initiatief voor de Kapitaalmarktunie en voor de Spaar- en Investeringsunie is het wegnemen van barrières voor grensoverschrijdende handel op de Europese kapitaalmarkten, zodat vraag en aanbod elkaar beter kunnen vinden. De verfijningen en verbeteringen van initiatief voor de Spaar- en Investeringsunie dienen te leiden tot een meer uniforme en (mede daarmee) effectievere toepassing van de bestaande regels. In zoverre zijn deze elementen niet nieuw.

De nieuwe elementen van de Spaar- en Investeringsunie betreffen het volgende:

1. Het sterk stimuleren van de participatie van particuliere beleggers in de kapitaalmarkten;
2. Het geven van stimulansen aan Lidstaten om te komen tot de opbouw van een pensioensector die (automatische) toetreding tot aanvullende pensioenregelingen stimuleert;
3. Het stimuleren van institutionele beleggers (verzekeraars, pensioenfondsen en dergelijke) om meer te investeren in risicodragend kapitaal;
4. Het creëren van een bredere reikwijdte van de toepassing van de versoepelde regels voor Europees durfkapitaal (*venture capital*) d.m.v. aanpassingen aan de EuVECA Verordening;
5. Het versterken van exitopties voor beleggers om uit investeringen in niet-beursgenoteerde ondernemingen te stappen;
6. Het verder opheffen van Europese fragmentatie in privaatrechtelijke, ondernemingsrechtelijke en belastingrechtelijke regels voor het bedrijfsleven, bijvoorbeeld door middel van het 28^{ste} rechtsregime voor ondernemers; en
7. Het (verder) verbeteren van het Europese toezicht op de kapitaalmarkten, door verschuivingen van dat toezicht naar het Europese niveau.

3. Elementen van de Spaar- en Investeringsunie gespiegeld aan de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie

De brief van de minister van Financiën over de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie dateert van twee dagen voor de Communicatie van de EC betreffende de Spaar- en Investeringsunie. Desondanks wordt er in de brief van de Minister reeds vooruitgelopen op een aantal aspecten die ook terugkeren in de Communicatie van de EC.

Een aantal aspecten die worden geadresseerd in de Communicatie van de EC lijken van minder belang voor Nederland. Dat geldt met name voor het pleidooi rondom de opbouw van de pensioensectoren in Lidstaten met minder sterk ontwikkelde pensioenstelsels dan in Nederland. De voorstellen van de EC moeten ook vooral te worden geplaatst in het perspectief van de wens om in de gehele EU te komen tot sterker pensioenstelsels zoals die al worden toegepast in enkele Lidstaten (zoals Nederland). Op dit onderdeel van de Spaar- en Investeringsunie wordt in dit Factsheet dan ook niet verder ingegaan.

² EC, Savings and Investments Union. A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU, 19 maart 2025, COM(2025) 124, p. 3.

In onderstaande tabel wordt een kort overzicht gegeven van de gemeenschappelijke elementen van de Communicatie van de EC voor de Spaar- en Investeringsunie en de Kabinetsinzet Kapitaalmarktunie. Er wordt daarbij geïnventariseerd in hoeverre er overeenkomsten en verschillen (van inzicht) bestaan.

Onderwerp	Verschillen?
Stimuleren beleggen door particuliere investeerders	Hier is sprake van een gelijk inzicht over de noodzaak dit doel te verwezenlijken
Wegnemen barrières in de infrastructuur voor de kapitaalmarkten (wegnemen drempels voor ondernemingen wat betreft de toegang tot de beurshandel of alternatieve kapitaalmarkten)	Zowel de Minister als de EC pleit voor verregaande maatregelen op dit vlak
Versterken toezicht op de kapitaalmarkten, door toe te werken naar een uitgebreidere en sterkere rol van ESMA (<i>European Securities and Markets Authority</i> , de regelgever en toezichthouder voor de financiële markten in de EU)	Deze ontwikkeling wordt breed gedragen door de Minister en de EC
Faciliteren van de rol van durfkapitaal (<i>venture capital</i>) en de versterking nationale programma's voor stimulering financiering bedrijfsleven (met name startups en scale ups)	Dit is een gemeenschappelijk uitgedragen visie
Creëren van een raamwerk voor een EU-beleggingsrekening en nationale belastingprijkels voor EU-beleggingen	Een gelijkwaardig inzicht, zij het dat de EC dit aspect breder ziet en perspectief ziet in zowel een EU spaar- als een beleggingsrekening
Grotere rol voor de Europese Investeringsbank (EIB) bij durfkapitaalinvesteringen en voortzetting van initiatieven voor EU-stimuleringsfondsen (zoals het European Tech Champions Initiative (ECTI))	Op dit vlak is er sprake van overeenstemmende uitgangspunten, waarbij de EC ook aandacht vraagt voor de rol van de EIB en het European Investment Fund als co-investeerder die de meest risicodragende kapitaalinvesteringen doet ter begrenzing van de risico's van de co-investeerders
Herziening raamwerk voor securitisaties om institutionele beleggers te stimuleren te investeren in dit financiële product	Hier is ook sprake van een gelijkwaardig inzicht, waarbij de focus van de EC ligt op het bevorderen van securitisaties voor MKB-leningen en duurzame financieringen (groene securitisaties)
Stimuleren lange termijn financiering door verzekeraars	Hierin is sprake van een gelijkwaardig inzicht, waarbij de EC ook met name perspectief ziet in bijdragen van de verzekeringssector in duurzame (infrastructurele) financiering
Omzetting van bestaande richtlijnen in verordeningen met het oog op het verbeteren van de effectiviteit van harmonisatie en om te komen tot een daadwerkelijk 'Singel Rulebook' voor de Europese kapitaalmarkten	Op dit vlak zijn de aanbevelingen van de Minister en van de EC gelijkkluidend
Wegnemen barrières van nationale regelingen op de volgende rechtsgebieden door het invoeren van optionele EU-raamwerken: (i) insolventierecht (ii) privaatrecht (iii) effectenrecht (kapitaalstructuur ondernemingen) (iv) een algemeen 28 ^{ste} regelgevend regime	Hoewel de inzichten op dit vlak minder zijn uitgekristalliseerd in de verschillende standpunten van de EC, is er sprake van een gemeenschappelijk inzicht op hoofdlijnen. Wel heeft de Minister terzake van het 28 ^{ste} regelgevend regime een aantal aandachtspunten geformuleerd (fiscaliteit, rechtszekerheid en arbeidsrechtelijke aspecten)

Als tussenconclusie kan worden vastgesteld dat er op hoofdlijnen sprake is van een gemeenschappelijk gedachtengoed wat betreft de benodigde richting om te komen tot een versterking van de Kapitaalmarktunie (in de derde iteratie de Spaar- en Investeringsunie genoemd). Hierna volgt een aantal bespiegelingen op de hiervoor behandelde onderwerpen.

4. Bespiegelingen op de Spaar- en Investeringsunie

In deze paragraaf gaan we in op een aantal aspecten van de Spaar- en Investeringsunie, met name om ook inzicht te geven in de wetenschappelijke inzichten die er de afgelopen jaren op dit vlak zijn gevormd.

De ambities om te komen tot een goed functionerende Europese kapitaalmarkt met een uniform 'Single Rulebook' en een sterk Europees toezicht bestaan al lange tijd. Dat heeft in de eerste fasen van de Kapitaalmarktunie in 2015 en 2020 al geleid tot veel initiatieven en nieuwe regelgeving die in de praktijk ook al op effectiviteit is getest.

Effectiviteit Europese verordeningen

Vanuit ons perspectief moet bij het pleidooi om te komen tot een verdere uniformering door het gebruik van Europese verordeningen in plaats van in het nationale rechtstelsel te implementeren Europese richtlijnen, worden opgemerkt dat reeds grote stappen op dit vlak zijn gezet. Er is sprake van een omvangrijk geheel aan Europese verordeningen voor de regulering van de Europese kapitaalmarkten. Regelgeving voor de kapitaalmarkten in de vorm van Europese richtlijnen behoort tegenwoordig tot de uitzonderingen. De effectiviteit van de Europese verordening als wetgevingsinstrument staat ook niet ter discussie in de wetenschap. In de praktijk is er op dit vlak ook sprake geweest van een daadwerkelijke kanteling naar een Europees kader met een min of meer goed functionerend uniform stelsel van regels.

Wat de effectiviteit van de tot dusverre vastgestelde Europese kader ondermijnt, is de noodzaak om in regelgeving uit te gaan van de *grootst gemene deler* wat betreft de in alle Lidstaten geldende normen. Als een Europese verordening een uniform regelgevend kader moet geven dat van toepassing dient te zijn in de 27 EU-Lidstaten, dan dient er rekening te worden gehouden met de verschillende lokale omstandigheden en bestaande normenkaders. Dat maakt de regelgeving in de vorm van Europese verordeningen complex en het wetgevingsproces doorgaans tijdrovend, al was het maar vanwege de grote omvang van dergelijke regelingen omdat er moet worden voorzien in regels die recht doen aan alle verschillende normenkaders in de 27 EU-Lidstaten.

Een ander aspect wat de effectiviteit van een daadwerkelijk Europees uniform kader in de weg staat, is de grote hoeveelheid nationale opties en discreties die worden uitonderhandeld gedurende het wetgevingsproces. Dit leidt er bijvoorbeeld toe dat, hoezeer er in Europa overeenstemming is op hoofdlijnen over het regelen van bepaalde uitgangspunten, er toch grote verschillen blijven bestaan binnen de EU. Een op de kapitaalmarkten toegesneden voorbeeld is de regeling voor het vrijstellen van het opmaken en doen goedkeuren van een prospectus bij een voorgenomen kleine uitgifte van aandelenkapitaal. Er is Europese consensus dat ondernemingen die een emissie van geringe omvang zouden willen doen, vrijgesteld zouden moeten worden van die verplichting om het aantrekken van kapitaal zonder belemmeringen mogelijk te maken. Maar de desbetreffende regels in de Prospectusverordening regelen uitsluitend de absolute grens van EUR 8 miljoen voor deze vrijstellingen, waarbij de Lidstaten zelf de nationale grens mogen bepalen. In Nederland is dat EUR 5 miljoen, terwijl in andere Lidstaten vastgehouden is aan de grens van EUR 8 miljoen.³ Dat leidt tot grote verschillen in de EU, en belemmeringen wat betreft toegang tot de kapitaalmarkten.

³ Door EU Listing Act zijn overigens ingevolge het gewijzigde artikel 3(2) Prospectusverordening de drempels verlaagd naar minder dan EUR 12 miljoen; en ingevolge artikel 3(2 bis) (de lidstaatoptie) naar minder dan EUR 5 miljoen

Zorgplicht bij particuliere beleggingen

Waar in de wetenschap ook veel debat over is geweest, betreft de mate waarin particuliere beleggers in bescherming moeten worden genomen bij het doen van beleggingen in risicovolle financiële producten. Op dit vlak bestaan er verschillende opvattingen in Lidstaten over de mate waarin gedragstoezicht in de financiële markten moet leiden tot bescherming van particuliere beleggers om hen te behoeden tegen het nemen van te veel risico. In Lidstaten waarin de bescherming van particuliere belegger hoog is (zoals Nederland), bestaat er meer consensus (ook in de wetenschap) over de geschiktheid van bepaalde financiële producten voor particuliere beleggers dan in Lidstaten waar het beschermingsniveau lager is. Het komt erop neer dat bepaalde complexe financiële producten minder geschikt worden gevonden voor aanbidding aan particuliere beleggers. Te denken valt aan structured finance producten (zoals securitisaties) en complexe financieringsinstrumenten uitgegeven door financiële ondernemingen (zoals banken), waarbij het particuliere beleggers kan ontbreken aan de vereiste financiële kennis en ervaring om de daaraan verbonden risico's te beoordelen.

Als ervoor zou worden gekozen om particuliere beleggers te stimuleren om meer te beleggen in risicokapitaal, zou het naar ons inzicht verstandig zijn om daarbij onderscheid te maken tussen geschikte producten die in aanmerking kunnen komen voor belegging door particulieren en producten die zouden moeten worden voorbehouden voor professionele en ervaren beleggers. Er dient gewaakt te worden dat particuliere beleggers met gebrekkige kennis toegang krijgen tot beleggingen die niet passen bij hun risicoprofiel. Dat zou ook conformeren aan de in de Nederlandse en Europese jurisprudentie ontwikkelde regels rondom de in acht te nemen zorgplichten ten aanzien van particuliere beleggers.

Rol van de Europese Toezichthoudende Autoriteiten

In de Communicatie betreffende de Spaar- en Investeringsunie stelt de EC met enige kracht dat de Europese Toezichthoudende Autoriteiten (zoals ESMA) harder moeten werken aan de uniformering (convergentie) van het toezicht door de nationale toezichthouders. Onze waarneming is dat er op dit vlak sprake is van een 'kip en ei' situatie. Hoewel de regelgevende kaders op het vlak van het Europees Systeem van Financieel Toezicht op orde zijn, en de Europese Toezichthoudende Autoriteiten zeer intensief hebben samengewerkt met de nationale toezichthouders en er ook grote inspanningen op dat vlak zijn gepleegd, wordt verdere uniformering bemoeilijkt doordat het ontbreekt aan de budgettaire ruimte voor de vereiste verdere professionaliseren en vergroting van de capaciteit. Op Europees niveau zou een principieel besluit nodig zijn voor het vergroten van de budgettaire ruimte, zodat de Europese Toezichthoudende Autoriteiten die stappen kunnen zetten. Een dergelijk besluit zou ook moeten kunnen rekenen op breed draagvlak bij alle Lidstaten zodat de Europese Toezichthoudende Autoriteiten op robuuste wijze gesteund worden om de aan hen opgedragen verantwoordelijkheid te kunnen nemen.

Financiële rapportages door het mkb

In het voorliggende plan om te komen tot verdere uniformering van rechtsgebieden wordt onvoldoende gewicht gegeven aan een belangrijk element. Dat betreft de regels rondom jaarverslaggeving en financiële rapportages door middelgrote en kleine ondernemingen (mkb). Uniforme verslaggeving en financiële rapportages in dit segment van het Europese bedrijfsleven zou een grote stimulans zijn voor daadwerkelijke grensoverschrijdende investeringsinitiatieven. Gesteld kan worden dat de International Financial Reporting Standards (IFRS) en de International Accounting Standards (IAS) zoals deze gelden voor grote ondernemingen of ondernemingen van openbaar belang, hebben geleid tot verbreding van de toegang voor deze ondernemingen tot de internationale kapitaalmarkten.

Nu zal het één-op-één van toepassing verklaren van IFRS en IAS op ondernemingen in het MKB niet proportioneel zijn. Om die reden zou de ontwikkeling van een IFRS-Light en IAS-Light raamwerk een beter alternatief zijn, dat bij voorkeur zou moeten gelden op het niveau van het Europese bedrijfsleven. Dat zou de onderlinge vergelijkbaarheid van financiële kerngetallen en de aan de ondernemingen verbonden risico's in sterke mate verbeteren. Aldus zou er een belangrijke randvoorwaarde worden gecreëerd voor de toegang van MKB-bedrijven tot de Europese kapitaalmarkten.

5. Beantwoording concrete vragen Tweede Kamer

5.1. Inleiding

5.2. Voornaamste juridische belemmeringen

Vraag:

Wat zijn op grond van de huidige wetenschappelijke kennis en inzichten de voornaamste juridische belemmeringen voor de totstandkoming van de kapitaalmarktunie en betere toegang tot bedrijfsfinanciering, zoals op gebied van effecten-, vennootschaps-, zekerheden, belasting-, arbeids-, en insolventierecht?

Zoals in paragraaf 4 al is toegelicht, mist in de inventarisatie van de gebieden waar het bedrijfsleven baat zou hebben bij verdere uniformering, het kader voor de *financiële rapportages en jaarverslaggeving* door MKB-bedrijven. Een IFRS-Light en IAS-Light regime voor het Europese MKB zou een grote stap voorwaarts zijn om te komen tot betere toegang van het bedrijfsleven tot de kapitaalmarkten. Dit onderdeel zou men kunnen inkaderen in een van de gebieden op het terrein van het vennootschapsrecht, al dan niet als onderdeel van een (optioneel) 28^{ste} regelgevend regime.

Wat het bredere *vennootschapsrecht* betreft kan worden gewezen op de bestaande regimes voor “Europese” rechtsvormen zoals de Europese Vennootschap (*Societas Europea*, SE)⁴ en de Europese coöperatieve vennootschap (*Societas cooperativa Europaea*, SCE)⁵. Deze rechtsvormen worden in de praktijk sporadisch gebruikt door grote ondernemingen met een daadwerkelijke grensoverschrijdende activiteiten in meerdere Lidstaten. Maar aan de hand van deze bestaande raamwerken zou er een ‘lichter’ regime kunnen worden ontwikkeld voor ondernemingen die minder omvangrijk zijn, of slechts in één of enkele Lidstaten activiteiten ontplooiën. We zien daarom geen principiële belemmeringen om te komen tot een uniform vennootschapsrecht op dit terrein.

Bij een omvorming van de bestaande regels voor SE's en SCE's tot een praktisch bruikbare regeling voor kleinere en minder internationaal actieve ondernemingen, zouden ook enkele kwesties van het *effectenrecht* kunnen worden opgepakt, met name uniforme regels voor de samenstelling van het aandelenkapitaal. Momenteel bestaan er op dat vlak te grote verschillen in Europees verband. Bijvoorbeeld zou een en ander kunnen leiden tot het vaststellen van Europees brede regels voor de uitgifte van stemrechtloze aandelen. Dergelijke aandelen worden gezien als een belangrijk instrument voor kleine startende ondernemingen om deelname in het kapitaal door aandeelhouders mogelijk te maken, zonder dat de oprichters van de onderneming onmiddellijk alle zeggenschap verliezen. In ons land is het uitgeven van stemrechtloze aandelen al mogelijk gemaakt met de invoering van de Flex-BV wetgeving.⁶ Dit betekent dat er op dat vlak geen belemmeringen hoeven te bestaan voor Nederland om medewerking te geven aan de desbetreffende Europese regelgeving.

4 Verordening (EG) nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE).

5 Verordening van de Raad (EG) nr. 1435/2003 van 22 juli 2003 betreffende het statuut voor een Europese Coöperatieve Vennootschap (SCE).

6 Invoeringswet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht, Stb. 2012, 300.

Wat betreft het *zekerhedenrecht*, menen we dat er op basis van bestaande raamwerken, zoals de regels voor de Financiële Zekerheidsovereenkomst (FZO) (zie artikelen 7:52 e.v. Burgerlijk Wetboek) reeds de nodige ervaring is opgedaan met een uniform Europees stelsel voor zekerheden.⁷ Ook op dit vlak zien we geen grote obstakels om aan de hand van het bestaande raamwerk voor FZO's te komen tot een bredere regeling die in Europees verband kan worden toegepast. Eenduidigheid kan leiden tot meer rechtszekerheid en het tegen lagere kosten kunnen vestigen van een zekerheidsrecht.

Ten aanzien van het *arbeidsrecht* menen we dat de belemmeringen om te komen tot een breed Europees uniform geheel aan regels het zwaarste zullen wegen. Arbeidsrechtelijke vraagstukken en arbeidsomstandigheden worden vaak nationaal ingekleurd, en daar waar die arbeidsrechtelijke regimes in de EU hebben geleid tot inperking van de vrijheid van personen, is er de afgelopen decennia al veel werk verzet (op Europees niveau, zowel door de wetgever als door het Europese Hof van Justitie) om die belemmeringen weg te nemen. Om drie reden is verdere harmonisatie door aanvullende wetgeving mogelijkserwijs minder nodig.

Voor een verdere totstandkoming van uniforme regels van het *insolventierecht* zien we de eveneens grote belemmeringen. Het insolventierecht is in alle Lidstaten vormgegeven aan de hand van de in de samenleving geldende regels en daaruit voortvloeiende (principiële) uitgangspunten. Zo geldt in de ene Lidstaat het uitgangspunt dat bij de afwikkeling van een insolventie van een onderneming, voorrang moet worden gegeven aan de mate waarin die afwikkeling bijdraagt aan het behoud van werkgelegenheid (bijvoorbeeld het Franse insolventierecht) ook al gaat dat ten koste van de belangen van andere belanghebbenden (zoals crediteuren). In andere Lidstaten geldt dat bij de afwikkeling van de insolventie het belang van de crediteuren voorop moet worden gesteld (zoals bijvoorbeeld in Nederland). Daarnaast is het insolventierecht verweven met andere, eveneens sterk nationaal bepaalde rechtsgebieden zoals naast het al genoemde arbeidsrecht het contracten-, aansprakelijkheids- en goederenrecht. Dit maakt verdere standaardisatie van geldende regels ingewikkeld. Ondanks deze kanttekeningen, menen we dat het in 2022 door de EC voorgestelde kader voor de harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht waaronder de rangorde van vorderingen, feiten die een faillissement initiëren en pre-packprocedures,⁸ de moeite waard is verder te verkennen en uit te onderhandelen. De vraag is daarbij wel, of het niet beter zou zijn om de als Europese richtlijn voorgestelde wetgeving te gieten in de vorm van een Europese verordening.

5.3. Grootste kansen en risico's standaardisatie en harmonisatie

Vraag:

Waar liggen voor Nederland de grootste kansen en risico's bij standaardisatie en harmonisatie van de relevante rechtsgebieden, [...]?

Zoals uit de beschouwingen in paragraaf 5.2 naar voren kwam, zien we geen zwaarwegende risico's voor Nederland om te komen tot verdere standaardisatie, waar nodig via harmonisatie, mede omdat de Nederlandse rechtsorde reeds veel ervaring heeft opgedaan met de toepassing van (op Europees recht gestoelde) geharmoniseerde raamwerken voor het vennootschapsrecht, het effectenrecht en het zekerhedenrecht. Deze in Nederland opgedane ervaring en totstandkoming van regels in de Nederlandse rechtssfeer zouden ook kunnen worden gebruikt als voorbeeldfunctie, bijvoorbeeld bij de vormgeving van het 28^{ste} rechtsregime.

⁷ Gebaseerd op Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten.

⁸ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht, COM/2022/702 final.

Het scheppen van een ruimhartiger geharmoniseerd Europees arbeidsrecht zien we echter als een risico op inbreuk op de in de Nederlandse verhoudingen en samenleving gehanteerde uitgangspunten en beginselen. Bijvoorbeeld zal het niet goed denkbaar zijn, dat de Nederlandse regels omtrent ontslagbescherming bij beëindiging van dienstbetrekkingen zouden worden gekanteld naar een ander (Europees) systeem waar die bescherming minder hoog zou kunnen zijn.

Verdere harmonisatie van het insolventierecht zou tot de mogelijkheden kunnen behoren, en op dat vlak zijn er reeds Europese wetgevingsinitiatieven op tafel gelegd. De mate waarin het verlenen van steun aan deze Europese voorstellen tot harmonisatie van het insolventierecht kansen of bedreigingen met zich brengt, hangt af van te maken (politieke) afwegingen. Het zal zaak zijn om een goede analyse te maken van de mate waarin de verdere harmonisatie van het materiële insolventierecht leidt tot prijsgeven van de in de Nederlandse rechtsorde geldende uitgangspunten (ook op andere, met het insolventierecht verweven rechtsgebieden). Alleen door op die manier de nadelen en bedreigingen zorgvuldig af te kunnen wegen tegen de voordelen en kansen van (verdere) standaardisatie en waar nodig harmonisatie, kunnen weloverwogen beleidskeuzes worden gemaakt.

Wij plaatsen nog de algemene kanttekening dat het 'weg' harmoniseren van alle verschillen in relevante regelgeving niet alleen politiek lastig te realiseren valt, maar dat het ook nog maar de vraag is of dit zal leiden tot realisatie van de beoogde doelstellingen. Neem als voorbeeld het stimuleren van particuliere investeerders om (grensoverschrijdend) te gaan beleggen. Culturele verschillen, zoals de lagere risicotolerantie in Europa in vergelijking met de VS, en verschillen in taal kunnen ook een belangrijke rol spelen in de mate waarin (grensoverschrijdend) belegd wordt door particulieren. Naar ons inzicht dient daarom ook gekeken te worden naar programma's gericht op de financiële educatie om particuliere beleggers meer kennis te geven over beleggen in het algemeen en de kansen die langetermijninvesteringen bieden voor vermogensopbouw. Daarnaast merken wij op dat harmonisatie weliswaar leidt tot meer rechtszekerheid, maar dit niet garant staat voor een voldoende mate van beleggersbescherming. Harmonisatie kan ten koste gaan van de flexibiliteit en het vermogen van het nationale (privaat)recht om rechtvaardige oplossingen te realiseren in de individuele omstandigheden van het geval.

5.4. Een 28^{ste} Rechtsregime

Vraag:

Waar liggen voor Nederland de grootste kansen en risico's bij [...] een 28^{ste} rechtsregime?

Met het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU is de weg vrijgemaakt voor een hernieuwde discussie over de voor- en nadelen van een geüniformeerd Europees handelsrecht. Voor dat vertrek strandden alle initiatieven op dit vlak op de grote mate van onverzoenbaarheid van continentaal civielrechtelijke stelsels met het in het Verenigd Koninkrijk (althans England en Wales) geldende *common law*. Bovendien is de toenemende wens om te komen tot Europese autonomie (dat wil zeggen minder afhankelijkheid van de Anglo-Amerikaanse landen) een aanvullend motief om te komen tot die continentaal Europese rechtsorde.

De Nederlandse kapitaalmarkten hebben van oudsher, meer dan in andere Lidstaten, vaak gekozen voor de toepasselijkheid van Engels recht op de rechtsverhoudingen die tot stand kwamen in de (interprofessionele) transacties in de kapitaalmarkten. Die (rechts-)keuze ligt minder voor de hand na het vertrek van het Verenigd Koninkrijk, mede omdat er belemmeringen bestaan wat betreft de handhaving van die regels indien er geschillen ontstaan over de uitleg en uitvoering van de desbetreffende contractuele verhoudingen.

Het Nederlandse bedrijfsleven heeft echter veel ervaring opgedaan met de toepassing van een vreemd rechtstelsel als het gaat om de verhoudingen in de financiële markten, waardoor er op het vlak van een '28^{ste} rechtsregime' mogelijk kansen zijn dat een dergelijk stelsel spoedig kan worden geaccepteerd als een aanvaardbare wijze van het regelen van de rechtsverhoudingen. Met andere woorden, de kansen op acceptatie van een 28^{ste} rechtsregime zijn voor het Nederlandse bedrijfsleven wellicht wat hoger dan voor bedrijven gevestigd in andere Lidstaten.

De risico's op dit vlak moeten echter niet worden gebagatelliseerd, omdat in de discussie over het 28^{ste} rechtsregime nauwelijks onderscheid wordt gemaakt tussen de verschillende segmenten in het bedrijfsleven. Daar waar de hiervoor genoteerde eenvoudiger acceptatie van een nieuw rechtsregime voor de hand zal liggen voor de grotere ondernemingen die zich kunnen laten bijstaan door professionele adviseurs, ligt dat minder voor de hand voor het MKB. Uitvergroot zou dit er ook toe kunnen leiden dat Lidstaten zoals Nederland met meer ontwikkelde kapitaalmarkten het regime sneller implementeren en daar vruchten van plukken dan minder ontwikkelde Lidstaten die daarmee verder achteropraken doordat investeringen uitblijven. Dat zou eenwording van de Europese kapitaalmarkt in de weg zitten.

5.5. Potentiële gevolgen bedrijfsleven

Vraag:

Wat zijn de potentiële gevolgen voor bedrijven, zowel positief als negatief?

De positieve gevolgen voor het bedrijfsleven kunnen groot zijn. De concurrentiekracht van het Nederlandse bedrijfsleven kan zo mogelijk nog verder worden verbeterd, mede ook omdat het de nodige ervaring heeft opgedaan met de toepassing van internationale regels, en daarin ook de nodige openheid en flexibiliteit heeft getoond.

De negatieve gevolgen zouden mogelijk kunnen ontstaan doordat de uniformering van het Europese recht en de toepassing ervan mogelijk leidt tot verschillende snelheden in de mate van acceptatie en mogelijkheden om de geüniformeerde regels ook daadwerkelijk op een nuttige wijze toe te passen. Zonder aandacht voor de specifieke randvoorwaarden voor het MKB (bijvoorbeeld door te werken aan een IFRS-Light en IAS-Light) zal er op dat vlak wellicht een verslechtering van het ondernemingsklimaat kunnen ontstaan voor het MKB.

Bronnenlijst

Wetgeving:

- A. Verordening (EU) nr.345/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen;
- B. Verordening (EU) nr. 909/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 betreffende de verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie, betreffende centrale effectenbewaarinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 98/26/EG en 2014/65/EU en Verordening (EU) nr. 236/2012;
- C. Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2009 betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf (Solvabiliteit II);
- D. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG;
- E. Verordening (EU) 2017/2402 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2017 tot vaststelling van een algemeen kader voor securitisatie en tot instelling van een specifiek kader voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie, en tot wijziging van de Richtlijnen 2009/65/EG, 2009/138/EG en 2011/61/EU en de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 648/2012;
- F. Verordening (EU) 2020/1503 van het Europees Parlement en de Raad van 7 oktober 2020 betreffende Europese crowdfundingdienstverleners voor bedrijven en tot wijziging van Verordening (EU) 2017/1129 en Richtlijn (EU) 2019/1937;

- G. Verordening (EU) 2023/2631 van het Europees Parlement en de Raad van 22 november 2023 betreffende Europese groene obligaties en optionele openbaarmakingen voor obligaties die als ecologisch duurzame obligaties op de markt worden gebracht en voor aan duurzaamheid gekoppelde obligaties; en
- H. Verordening (EU) 2024/1623 van het Europees Parlement en de Raad van 31 mei 2024 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 575/2013 wat betreft vereisten inzake kredietrisico, risico van aanpassing van de kredietwaardering, operationeel risico, marktrisico en de output floor.

Europese en nationale beleidsstukken

- A. Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 17 maart 2025 *Kabinetsinzet kapitaalmarktunie*, (kenmerk 2025-0000075239)
- B. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, The Counsel, The European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions *Savings and Investments Union; A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, 19 maart 2025, COM(2025) 124 final;
- C. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, The Counsel, The European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions; *A Competitiveness Compass for the EU*, 28 januari 2025, COM(2025) 30 final;
- D. *How to achieve CMU, after all? An analysis of the recommendations for Capital Markets Union in the Draghi, Letta and Noyer reports*, European Parliament, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), januari 2025;
- E. Mario Draghi, *The future of European competitiveness Part A | A competitiveness strategy for Europe*, September 2024;
- F. Christian Noyer, *Developing European Capital Markets to Finance the Future; Proposals for a Savings and Investments Union*, April 2024;
- G. Enrico Letta, *Much More than a Market, Speed, Security, Solidarity, Empowering the Single Market to deliver a sustainable future for all EU Citizens*, April 2024;
- H. Europese Commissie, *Investeringsplan voor een duurzaam Europa. Investeringsplan voor de Europese Green Deal'* PB C 76 van 9.3.2020;
- I. Europese Commissie, *Een kapitaalmarktenunie ten dienste van mensen en ondernemingen — Een nieuw actieplan*, COM(2020) 590 final, 24 september 2020;
- J. Europese Commissie, *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie*, COM(2015) 468, final, 30 september 2025;
- K. Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht, COM/2022/702 final; en
- L. Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU, 22 november 2016 COM/2016/0723 final.

Deze factsheet is tot stand gekomen in het kader van de samenwerking van de Tweede Kamer met De Jonge Akademie, de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen (KNAW), de Nederlandse Federatie van Universitair Medische Centra (NFU), de Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek (NWO), TNO en de Vereniging Universiteiten van Nederland (UNL).



Disclaimer

De Jonge Akademie, KNAW, NFU, TNO en UNL bemiddelen tussen parlementaire kennisvraag en wetenschappelijk kennisaanbod. De informatie in het kader van Parlement en Wetenschap is afkomstig van vooraanstaande wetenschappers, maar niet onderworpen aan peer review en niet door de wetenschaps-organisaties geverifieerd.

Bijlage

Beknopt overzicht EU Initiatieven Kapitaalmarktunie

De Kapitaalmarktunie (CMU - Capital Markets Union) is een initiatief van de Europese Commissie dat *inmiddels tien jaar geleden* op 30 september 2015 is genomen en dat beoogt de kapitaalmarkten binnen de Europese Unie (EU) te integreren en te versterken. Dit initiatief is gericht op het bevorderen van grensoverschrijdende investeringen en het versoepelen van de toegang tot financiering voor bedrijven, met name kleine en middelgrote ondernemingen. Het uiteindelijke doel is om economische groei te stimuleren, werkgelegenheid te creëren en de financiële stabiliteit binnen de EU te versterken.

De CMU is een ambitieus en breed initiatief dat verschillende wetgevingsmaatregelen omvat om de kapitaalmarkten in de EU te versterken en te integreren. Veel van die initiatieven hebben geleid tot concrete Europese regelgeving, en verdere verbeteringen door aanpassing ervan.

De belangrijkste in 2015 geformuleerde doelstellingen van de CMU zijn:

1. Verbeteren van de toegang tot financiering voor bedrijven, met name voor kleine en middelgrote ondernemingen;
2. Verhogen van de diversiteit en liquiditeit van financieringsbronnen;
3. Stimuleren van grensoverschrijdende investeringen;
4. Versterken van de weerbaarheid van het financiële systeem;
5. Vergroten van de efficiëntie en transparantie van de kapitaalmarkten.

Op 24 september 2020 komt de Europese Commissie met verdere doelstellingen in het kader van de CMU. Deze herziening beoogde de volgende aanvullende doelstellingen te realiseren. Met de CMU wil de EU een echte eengemaakte kapitaalmarkt in de EU tot stand brengen.

Doel is beleggingen en spaargeld tussen alle lidstaten te laten circuleren, zodat burgers, beleggers en bedrijven daarvan kunnen profiteren, ongeacht waar zij zich bevinden. Met een volledig functionerende en geïntegreerde kapitaalmarkt kan de EU-economie duurzaam groeien en concurrerender worden.

Met de herzieningen van 2020 beoogde de EC-herstel na COVID-19 te bereiken, een inclusieve en veerkrachtige economie te creëren die voor iedereen werkt, en de transitie te realiseren naar een digitale en duurzame economie en een open strategische autonomie in een steeds complexere mondiale economische context.

De belangrijkste in 2020 geformuleerde doelstellingen zijn:

1. Een groen, digitaal, inclusief en veerkrachtig economisch herstel ondersteunen door financiering toegankelijker te maken voor Europese ondernemingen;
2. De EU nog veiliger maken als locatie waar mensen kunnen sparen en beleggen op lange termijn;
3. De nationale kapitaalmarkten integreren tot een echte eengemaakte markt.

Om de doelstellingen van de CMU te bereiken, heeft de Europese Commissie verschillende wetgevingsinitiatieven voorgesteld en geïmplementeerd. In de hiernavolgende paragraaf is een overzicht opgenomen van de belangrijkste regelingen die in het kader van de Spaar- en Investeringsunie naar verwachting een belangrijke rol zullen gaan spelen.

Belangrijke Europese wetgeving (initiatieven) in het kader van de Kapitaalmarktunie

(a) Prospectusverordening

De Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129) vereenvoudigt de regels voor het opstellen van prospectussen, waardoor bedrijven gemakkelijker toegang krijgen tot kapitaalmarkten. Dit vergroot de transparantie en vermindert de administratieve lasten voor bedrijven.

De Commissie heeft de Listing Act in december 2022 voorgesteld. Het ging om een pakket maatregelen tot herziening van de Prospectusverordening, de marktmisbruikverordening, de verordening en richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFIR/MiFID II), en tot invoering van een nieuwe richtlijn betreffende aandelen met verschillend stemrecht (bijvoorbeeld aandelen zonder stemrecht en met stemrecht). De Listing Act is in 2024 door het Europese Parlement en de Raad vastgesteld en treedt gefaseerd in werking (Verordening (EU) 2024/2809). De Listing Act zal de versnippering van nationale wetgeving tegengaan die de flexibiliteit van ondernemingen om aandelen met verschillende stemrecht uit te geven bij een beursgang beperkt, wat met name belangrijk is voor innovatieve scale-ups.

(b) Securitatieverordening

De Securitatieverordening (Verordening (EU) 2017/2402) introduceert een gestandaardiseerd en transparant kader voor securitisaties, waardoor deze instrumenten aantrekkelijker en veiliger worden voor investeerders. De in 2017 geïntroduceerde regels voor securitisaties wordt gezien als een van de hoekstenen van de CMU met het oog op het revitaliseren van de securitatie markten nadat deze na de wereldwijde financiële crisis in een kwaad daglicht kwamen te staan. Wanneer banken en andere kredietinstellingen leningen bundelen in effecten en deze vervolgens verkopen aan beleggers, wordt dit 'securitatie' genoemd. Hierdoor kunnen banken het risico van bepaalde leningen overdragen aan andere banken of langetermijnbeleggers, zoals verzekeringsmaatschappijen en vermogensbeheerders. Zo kunnen banken het kapitaal dat was gereserveerd om het risico van die leningen te dekken, gebruiken om nieuwe leningen te creëren en te verkopen.

De vrijgekomen ruimte op de balansen kan worden gebruikt om veel van de uitdagingen waarmee de EU-economie wordt geconfronteerd, aan te pakken, waaronder de groene transitie, waarvoor zowel particuliere als publieke investeerders enorme bedragen zullen moeten financieren.

In 2021 werd, als onderdeel van het pakket maatregelen voor het herstel van de kapitaalmarkten, het toepassingsgebied van het label voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde (STS) securitisaties uitgebreid tot synthetische securitisaties op de balans door middel van een wijziging van de Securitatieverordening, en werden regelgevingsbelemmeringen voor de securitatie van niet-renderende blootstellingen weggenomen door middel van een wijziging van de Verordening kapitaalsvereisten.

In het verslag van Christian Noyer, het verslag van Enrico Letta en het verslag van Mario Draghi wordt aanbevolen om verdere verbeteringen in het securitatieaamwerk in te voeren als middel om de kredietverleningscapaciteit van Europese banken te versterken, diepere kapitaalmarkten te creëren, de Europese spaar- en investeringsunie op te bouwen en het concurrentievermogen van de EU te vergroten. Op 9 oktober 2024 heeft de Europese Commissie een brede consultatie gelanceerd om te komen tot een evaluatie van de effectiviteit van het huidige securitatieaamwerk.

(c) EuVECA-verordening

De EuVECA-verordening, ook bekend als de Europese verordening betreffende Europese durfkapitaalinstanties (Verordening (EU) nr. 345/2013), is bedoeld om durfkapitaalfinanciering in de EU te bevorderen. Deze verordening stelt een kader vast voor durfkapitaalinstanties die willen investeren in startups en kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) met groeipotentieel. De EuVECA-verordening creëert een label voor Europese durfkapitaalinstanties, waardoor het voor investeerders gemakkelijker wordt om te herkennen welke fondsen aan de criteria voldoen en dus betrouwbaar zijn. Dit helpt bij het verhogen van de transparantie en het vertrouwen in de durfkapitaalmarkt, wat uiteindelijk leidt tot meer investeringen in innovatieve bedrijven.

(d) Crowdfunding Verordening

In het kader van de CMU is in 2020 de Crowdfunding Verordening (Verordening (EU) 2020/1503) tot stand gekomen. Crowdfunding is een gangbare vorm van alternatieve financiering voor startende ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen, die doorgaans van kleine beleggingen afhankelijk zijn. Crowdfunding is een steeds belangrijkere vorm van bemiddeling waarbij een crowdfundingdienstverlener, zonder zelf risico op zich te nemen,

een voor het publiek toegankelijk digitaal platform beheert om aspirant-beleggers of -kredietverstrekkers te matchen met bedrijven die op zoek zijn naar financiering of om een dergelijke koppeling te vergemakkelijken. Deze financiering kan de vorm aannemen van leningen of de verwerving van effecten of van andere voor crowdfunding toegelaten instrumenten.

(e) Verordening Groene obligaties

Een belangrijk onderdeel van de initiatieven betreffende de CMU gaat over het stimuleren van duurzame financiering, om daarmee privaat kapitaal vrij te maken voor de realisering van de klimaatdoelstellingen binnen de EU. Een van de instrumenten die in dit kader is vastgesteld is de Verordening Groene Obligaties (Verordening (EU) 2023/2631) die eind 2024 van kracht is geworden. Een belangrijk onderdeel van dit regelgevend kader betreft het stimuleren van groene securitisaties, met het oogmerk om duurzame financiering voor bedrijven en particuliere huishoudens mogelijk te maken. Te denken valt aan hypotheekleningen voor woningen met hoge energie efficiëntie.

(f) Verordening inzake effectenafwikkeling

De Verordening inzake effectenafwikkeling (Verordening (EU) 909/2014, CSDR – Central Securities Depositories Regulation) beoogt de efficiëntie en veiligheid van effectenafwikkeling in de EU te verbeteren door harmonisatie van regels en vereisten voor centrale effectenbewaarbedrijven (CSD's). Op 15 februari 2025 is door de Europese Commissie een voorstel tot aanvulling van de CSDR gedaan om te komen tot een versnelling van de afwikkeling van transacties op de effectenmarkten van de huidige twee dagen naar een dag.

(g) Solvency II-richtlijn

De Solvency II-richtlijn (Richtlijn 2009/138/EG) stelt geharmoniseerde vereisten voor verzekerings- en herverzekeringsmaatschappijen vast en bevordert een risicogebaseerde benadering van kapitaaleisen, wat bijdraagt aan financiële stabiliteit.

Als onderdeel van actie 4 van het CMU-actieplan 2020 heeft de Commissie ook toegezegd het Solvabiliteit II-kader te wijzigen om langetermijninvesteringen van verzekeringsondernemingen te bevorderen zonder de financiële stabiliteit en de bescherming van polishouders in het gedrang te brengen. In het CMU-actieplan 2020 werd gewezen op de criteria om in aanmerking te komen voor de activaklasse langetermijnparticipaties, de berekening van de risicomarge en de waardering van de verplichtingen van verzekeraars.

In haar Solvabiliteit II-herzieningspakket van september 2021 heeft de Commissie al deze punten behandeld. Ten eerste heeft de Commissie de langetermijngarantiemaatregelen gewijzigd, met name de volatiliteitsaanpassing.

Hierdoor zal het kader de effecten van kortetermijnmarktvolatiliteit beter kunnen temperen, met name in crisissituaties. Daarnaast heeft de Commissie aangekondigd dat zij in het kader van de komende herziening van de gedelegeerde handeling inzake Solvabiliteit II voornemens is de activaklasse langetermijneigenvermogen te herzien.

Hiermee wil de Commissie het voor verzekeraars gemakkelijker maken om te profiteren van de preferentiële kapitaalbehandeling van beleggingen in eigenvermogensinstrumenten. Ten slotte heeft de Commissie aangekondigd dat zij voornemens is de risicomarge te herzien, teneinde zowel de omvang als de volatiliteit ervan te verminderen, eveneens in het kader van de komende wijzigingen van de gedelegeerde handeling.

(h) Bankwetgeving en de CMU

In het kader van actie 4 van het CMU-actieplan 2020 heeft de Commissie toegezegd ervoor te zorgen dat de EU-tenuitvoerlegging van de internationaal overeengekomen Bazel III-kapitaalvereisten voor banken geen onnodige gevolgen heeft voor de langetermijninvesteringen van banken in het eigen vermogen van kmo's.

Met haar wetgevingsvoorstel tot wijziging van de kapitaalvereistenverordening – onderdeel van het bankpakket dat in oktober 2021 is ingediend – is de Commissie deze toezegging nagekomen. De zogenaamde CRR3 verordening (Verordening (EU) 2024/1623) is in mei 2024 vastgesteld en wordt gefaseerd ingevoerd. In het voorstel voor CRR3 heeft de Commissie gerichte waarborgen voorgesteld om te voorkomen dat de invoering van de nieuwe regels versturende effecten op de aandeleninvesteringen van banken zou hebben. Om particuliere en publieke initiatieven voor het verstrekken van langetermijnkapitaal aan EU-ondernemingen verder te versterken, heeft de Commissie ook voorgesteld dat beleggingen van een bank niet als “speculatief” mogen worden beschouwd als zij met de vaste

intentie worden gedaan om ze gedurende drie jaar of langer aan te houden. Gezien de verhoogde kapitaalvereisten voor “speculatieve” aandelenposities is het resultaat van de nieuwe regeling geweest dat de kapitaalvereisten voor langetermijnbeleggingen van banken niet onnodig worden verzwaard.