



Brussel, 18.2.2015  
COM(2015) 63 final

## **GROENBOEK**

### **Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie**

{SWD(2015) 13 final}

## Voorwoord

De prioriteit van de Commissie – Europa's prioriteit – is banen en groei. Om Europa weer aan het groeien te krijgen, is onze uitdaging investeringen in Europa's ondernemingen en infrastructuur te ontsluiten. Het investeringspakket van 315 miljard EUR zal ertoe bijdragen dat proces een impuls te geven. Maar om de investeringen voor de lange termijn te versterken, moeten we een echte eengemaakte markt voor kapitaal – een kapitaalmarktunie voor alle 28 lidstaten opbouwen.

In vergelijking met andere delen van de wereld blijft het Europese bedrijfsleven voor financiering in hoge mate van de banken en relatief minder van de kapitaalmarkten afhankelijk. Sterkere kapitaalmarkten zouden de banken aanvullen als financieringsbron en zouden ervoor zorgen:

- dat meer investeringen voor alle bedrijven, met name kleine en middelgrote ondernemingen, en voor infrastructuurprojecten worden ontsloten;
- dat meer investeringen uit de rest van de wereld in de EU worden aangetrokken; en
- dat het financiële systeem stabiel wordt doordat een bredere reeks financieringsbronnen toegankelijk wordt gemaakt.

In essentie is onze taak manieren te vinden om beleggers en spaarders aan groei te koppelen. De kapitaalmarktunie kan niet met één maatregel tot stand worden gebracht. In plaats daarvan zullen er een reeks stappen zijn, sommige op zich bescheiden, maar waarvan de impact cumulatief belangrijk zal zijn. Wij moeten de barrières vaststellen en opheffen die tussen het geld van de beleggers en de beleggingskansen staan, en de belemmeringen overwinnen waardoor de ondernemingen de beleggers niet kunnen bereiken. Ook moeten wij ons systeem voor het kanaliseren van die financiële middelen – de beleggingsketen – zowel nationaal als grensoverschrijdend zo efficiënt mogelijk maken.

Waarom is dit de moeite waard? Enkele voorbeelden illustreren de potentiële voordelen. In de VS ontvangen middelgrote ondernemingen, de motoren van groei in veel landen, vijf keer meer financiering van de kapitaalmarkten dan in de EU. Als onze durfkapitaalmarkten even diep waren, zou tussen 2008 en 2013 niet minder dan 90 miljard EUR aan financiële middelen beschikbaar zijn geweest voor de financiering van ondernemingen. Als de securitisaties van kleine en middelgrote ondernemingen - op veilige wijze - nog maar weer half het niveau zouden kunnen bereiken waarop zij vergeleken met vandaag in 2007 stonden, zou dit op ongeveer 20 miljard EUR aan extra financiering kunnen neerkomen.

Het is waar dat veel van de kwesties waar het om gaat – insolventie- en effectenrecht, fiscale behandelingen – al jarenlang besproken worden. De noodzaak om vooruitgang te boeken is evenwel dringender dan ooit. Hoewel dit een langetermijnproject zal zijn dat gedurende veel jaren een volgehouden inspanning vereist, mag dat er ons niet van weerhouden om spoedig vorderingen te maken. Daarom zullen wij de komende maanden:

- voorstellen ontwikkelen om securitisatie van hoge kwaliteit aan te moedigen en de balansen van banken vrij te maken om krediet te verlenen;

- de Prospectusrichtlijn herzien om het voor ondernemingen, met name kleinere ondernemingen gemakkelijker te maken financiering aan te trekken en beleggers grensoverschrijdend te bereiken;
- beginnen werken aan het verbeteren van de beschikbaarheid van kredietinformatie over kleine en middelgrote ondernemingen, zodat beleggers er gemakkelijker in kunnen beleggen;
- met de sector samenwerken om een pan-Europese regeling voor onderhandse plaatsing in te voeren om directe investeringen in kleinere ondernemingen aan te moedigen; en
- het gebruik van nieuwe Europese langetermijninvesteringsfondsen ondersteunen om investeringen in infrastructuur en andere langetermijnprojecten te kanaliseren.

Dit groenboek markeert het begin van een drie maanden durende raadpleging. Wij willen van de parlementsleden, lidstaten, degenen die op de kapitaalmarkten werkzaam zijn en van alle betrokken groepen horen wat zij denken over banen, groei en de belangen van de Europese burgers. Die feedback zal ons helpen een actieplan te ontwikkelen om tegen 2019 de bouwstenen te creëren voor een volledig functionerende kapitaalmarktenunie.

De richting die wij uit moeten is duidelijk: de totstandbrenging van een eengemaakte markt voor kapitaal van onder af aan, het aanwijzen van barrières en het een na een neerhalen ervan, het creëren van een gevoel van dynamiek en het bijdragen aan het ontstaan van een groeiend gevoel van vertrouwen in het investeren in de toekomst van Europa. Het vrije verkeer van kapitaal is een van de grondbeginselen waarop de EU is gebouwd. Laat ons meer dan vijftig jaar na het Verdrag van Rome de kans grijpen om deze visie in realiteit om te zetten.

## **Deel 1: Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie**

Het vrij verkeer van kapitaal is meer dan vijftig jaar geleden verankerd in het Verdrag van Rome. Het is een van de fundamentele vrijheden van de Europese Unie en moet de kern vormen van de eengemaakte markt. Ondanks de vooruitgang die is geboekt, blijven de kapitaalmarkten echter nog steeds gefragmenteerd en zijn zij meestal op nationale leest geschoeid. Na een periode van verdieping is sinds de crisis de integratiegraad van de financiële markten in de EU gedaald en trekken de banken en beleggers zich op de thuismarkten terug.

In vergelijking met andere rechtsgebieden is kapitaalmarktfinanciering in Europa relatief onderontwikkeld. Onze aandelen- obligatie-, en andere markten spelen een kleinere rol in de financiering van groei en het Europese bedrijfsleven blijft in hoge mate afhankelijk van banken, waardoor onze economieën kwetsbaar zijn voor een verkrapping van de bancaire kredietverlening. Ook is er onvoldoende beleggersvertrouwen en worden de Europese besparingen misschien niet altijd op de productiefste wijze aangewend. De Europese beleggingsniveaus liggen ver beneden hun historische norm en de Europese kapitaalmarkten zijn minder competitief op globaal niveau.

Om, naast andere hervormingen van het bedrijfsklimaat, een duurzame terugkeer naar groei en banencreatie te ondersteunen, moeten de kapitaalmarkten een grotere rol spelen bij het kanaliseren van financiering naar de economie. In de praktijk betekent dit dat ervoor wordt gezorgd dat obstakels voor het verkeer van kapitaal tussen beleggers en degenen die financiering nodig hebben, zowel binnen een lidstaat als grensoverschrijdend, worden vastgesteld en met de grond gelijk gemaakt.

Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie is een essentiële initiatief in het werkprogramma van de Commissie. Het zou zorgen voor grotere diversificatie in de financiering van de economie en, met name voor kleine en middelgrote ondernemingen, de kosten voor het aantrekken van kapitaal doen dalen. Meer geïntegreerde kapitaalmarkten, met name voor aandelen, zouden het schokabsorberend vermogen van de Europese economie vergroten en meer investeringen mogelijk maken zonder de schuld niveaus te verhogen. Een kapitaalmarktenunie moet - via efficiënte marktinfrastructuur en bemiddelaars - de stroom van kapitaal van beleggers naar Europese investeringsprojecten vergroten, de allocatie van risico en kapitaal in de EU verbeteren en uiteindelijk Europa beter tegen toekomstige schokken bestand maken.

De Commissie heeft er zich dan ook, met het oog op de maximalisering van de voordelen van de kapitaalmarkten en niet-bancaire financiële instellingen voor de bredere economie, toe verplicht tegen 2019 de bouwstenen van een alle lidstaten omvattende goed gereguleerde en geïntegreerde kapitaalmarktenunie te creëren

Een kapitaalmarktenunie moet de EU dichter bij een situatie brengen waarin, bijvoorbeeld, kleine en middelgrote ondernemingen even gemakkelijk als grote bedrijven financiering kunnen aantrekken; de kosten van beleggingen en toegang tot beleggingsproducten in de EU convergeren; het verkrijgen van financiering via de kapitaalmarkten steeds eenvoudiger wordt; en het zoeken naar financiering in een andere lidstaat niet wordt gehinderd door onnodige juridische of toezichtsbarrières. Hoewel deze veranderingen ertoe zullen bijdragen de afhankelijkheid van bankfinanciering te verminderen, zullen banken, als kredietverleners aan een belangrijk deel van de economie en bemiddelaars op de kapitaalmarkten, nog steeds

een centrale rol in de kapitaalmarktenunie spelen en van vitaal belang blijven in de Europese economie.

Niet al deze uitdagingen zijn nieuw, maar door de behoefte aan groei van de EU moeten zij dringend worden opgelost. Een en ander zal ook voor de dynamiek zorgen die nodig is om vooruitgang te boeken. Het doel van dit groenboek is om op EU- en nationaal niveau, met betrokkenheid van de medewetgevers, andere instellingen van de EU, nationale parlementen en alle geïnteresseerden, het debat te beginnen over de mogelijke maatregelen op korte en langere termijn om deze doelen te bereiken.

Een kapitaalmarktenunie zal van een bankenunie verschillen: verdieping van de kapitaalmarkten vereist stappen die van de essentiële elementen van de bankenunie zullen verschillen. Doordat echter de focus van de bankenunie ligt op het doorbreken van de link tussen bankfaillissementen en overheden in de eurozone, zal zij zorgen voor een platform van stabiliteit om de ontwikkeling van een kapitaalmarktenunie in alle lidstaten van de EU te schragen. Evenzo zullen goed geïntegreerde kapitaalmarkten aan het weerstandsvermogen van de Economische en Monetaire Unie bijdragen.

Een kapitaalmarktenunie moet op de volgende essentiële principes gebaseerd zijn:

- zij moet de voordelen van de kapitaalmarkten voor de economie, banen en groei maximaliseren;
- zij moet een eengemaakte markt voor kapitaal voor alle 28 lidstaten creëren door barrières voor grensoverschrijdende beleggingen binnen de EU op te heffen en sterkere connecties met de globale kapitaalmarkten te bevorderen;
- zij moet gebouwd zijn op solide grondslagen van financiële stabiliteit, met één "rulebook" voor financiële diensten dat effectief en consistent wordt gehandhaafd;
- zij moet zorgen voor een effectief niveau van consumenten- en beleggersbescherming; en
- zij moet ertoe bijdragen beleggingen van over heel de wereld aan te trekken en de competitiviteit van de EU te vergroten.

### 1.1 Totstandbrenging van een kapitaalmarktenunie

Het opbouwen van een kapitaalmarktenunie is een project op lange termijn. Er wordt momenteel reeds gewerkt aan één "rulebook", waarbij een groot aantal essentiële hervormingen<sup>1</sup> worden doorgevoerd. De aanpak van de Commissie zal gebaseerd zijn op een beoordeling van de onafgedane prioriteiten, zowel in termen van waarschijnlijke impact als van haalbaarheid, geschraagd door gedegen economische analyse, effectbeoordeling en raadpleging,

Op basis van de uitkomst van deze raadpleging zal de Commissie trachten vast te stellen welke maatregelen nodig zijn om de volgende doelstellingen te verwezenlijken:

---

<sup>1</sup> Zoals de wetgeving betreffende de markten voor financiële instrumenten (MiFID II), marktmisbruik (MAR/MAD), beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD), Europese marktinfrastructuur (EMIR) en centrale effectenbewaarinstanties (CSDR).

- verbeteren van de **toegang tot financiering** voor alle ondernemingen in Europa (met name kleine en middelgrote ondernemingen) en investeringsprojecten zoals infrastructuur;
- **vergroting en diversifiëring van de bronnen van financiering** door beleggers in de EU en over heel de wereld; en
- **de werking van de markten effectiever en efficiënter** maken en beleggers in contact brengen met degenen die financiering tegen lagere kosten nodig hebben, zowel binnen lidstaten als grensoverschrijdend.

De Commissie voert breed overleg over de aard van de problemen, mogelijke maatregelen en de toekenning van prioriteiten. Wetgeving is misschien niet altijd de passende beleidsrespons op deze uitdagingen, en veelal zal de markt met oplossingen moeten komen. Op andere gebieden zou het kunnen dat niet-wetgevende stappen en de effectieve handhaving van de wetgeving inzake concurrentie en eengemaakte markt voor de meeste vooruitgang zorgen. De Commissie zal marktgedreven oplossingen ondersteunen wanneer het waarschijnlijk is dat deze effectief zijn, en wijzigingen van de regelgeving alleen ondersteunen indien zij noodzakelijk zijn.

Voorliggend document is als volgt gestructureerd. In **deel 2** wordt beschreven op welke wijze de Europese kapitaalmarkten momenteel gestructureerd zijn en wordt een voorlopige analyse gegeven van enkele van de belemmeringen voor diepere en meer geïntegreerde kapitaalmarkten. Verdere analyse wordt verstrekt in het begeleidende werkdocument van de diensten van de Commissie. In **deel 3** wordt naar ideeën gevraagd over de vroege beleidsprioriteiten die wij, voortbouwend op de mededeling van de Commissie "*Een investeringsplan voor Europa*"<sup>2</sup>, willen bevorderen en worden onder meer kwesties behandeld zoals de tenuitvoerlegging van de verordening inzake het Europees langetermijninvesteringsfonds (Eltif), securitisatie van hoge kwaliteit, kredietinformatie over kleine en middelgrote ondernemingen, onderhandse plaatsing en de herziening van de Prospectusrichtlijn. In **deel 4** wordt naar ideeën gevraagd over de belemmeringen voor toegang tot financiering, uitbreiding van de financieringsbronnen en het effectiever maken van de werking van de markten, en de terreinen waar op basis van de ontvangen feedback werkzaamheden zouden kunnen worden bevorderd. Belemmeringen voor grensoverschrijdende kapitaalstromen houden ook verband met kwesties op het gebied van insolventie-, ondernemings-, belasting- en effectenrecht, waar verdere analyse en feedback nodig is om de omvang van de uitdaging op elk gebied en passende oplossingen en prioriteiten vast te stellen.

Door een verdere openstelling van de nationale markten voor beleggers, emittenten en bemiddelaars, de bevordering van de vrije stroom van kapitaal en het delen van beste praktijken, moet de kapitaalmarktenunie ook gezien worden als een manier om ertoe bij te dragen de markten op nationaal niveau te ontwikkelen. Gezien de uiteenlopende niveaus van ontwikkeling van de kapitaalmarkten in de EU en het bestaan van specifieke uitdagingen in verschillende lidstaten, kan de beleidsrespons passende maatwerkmaatregelen op nationaal niveau vereisen, onder meer op basis van de landenspecifieke aanbevelingen van de Commissie in de context van het Europees semester. De Commissie verzoekt de lidstaten over specifieke uitdagingen voor de ontwikkeling van hun eigen markten overleg te plegen en hun conclusies in het debat in te brengen.

---

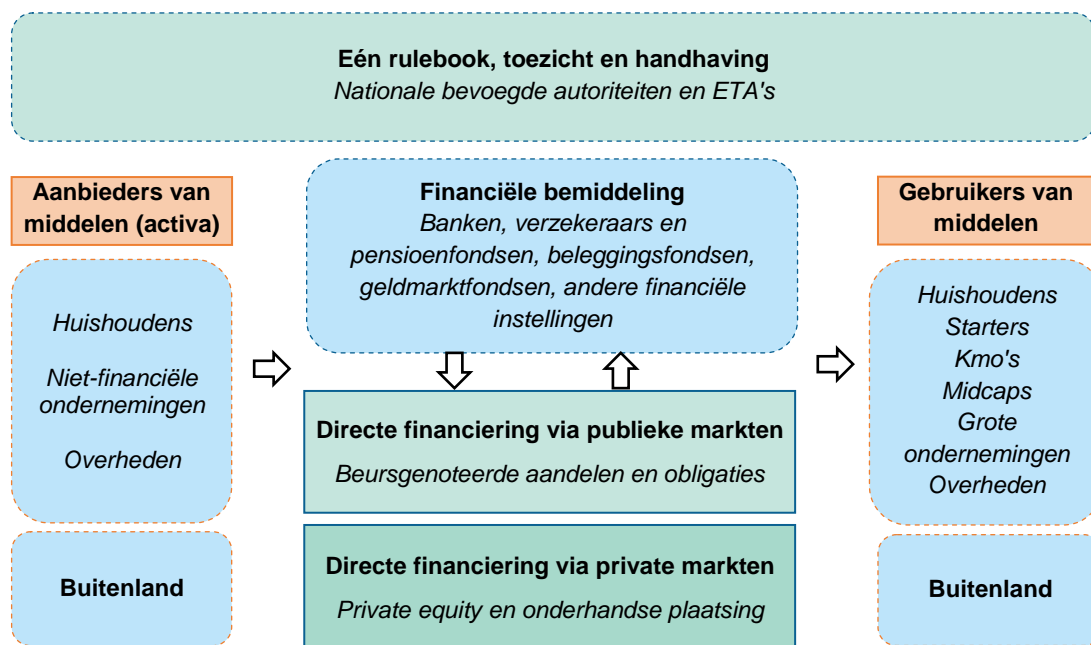
<sup>2</sup> COM(2014) 903 def. van 26.11.2014.

## Deel 2: Uitdagingen op de Europese kapitaalmarkten vandaag

### 2.1 Huidige toestand van de kapitaalmarkten in Europa

Afgezien van directe bancaire kredietverlening zijn de kapitaalmarkten het belangrijkste mechanisme via hetwelk potentiële beleggers degenen die op zoek zijn naar financiering kunnen ontmoeten en voor een reeks gediversifieerde financieringsbronnen voor de economie kunnen zorgen. Grafiek 1 geeft een vereenvoudigd beeld van de stroom van financiële middelen in een economie. Hoewel de kapitaalmarkten overwegend bij rechtstreekse financiering betrokken zijn, hebben zij ook nauwe banden met de financiële bemiddelaars, die vaak financiële middelen van de spaarders naar de beleggers kanaliseren.

**Grafiek 1. Gestileerd beeld van de kapitaalmarkten in het bredere financiële systeem**

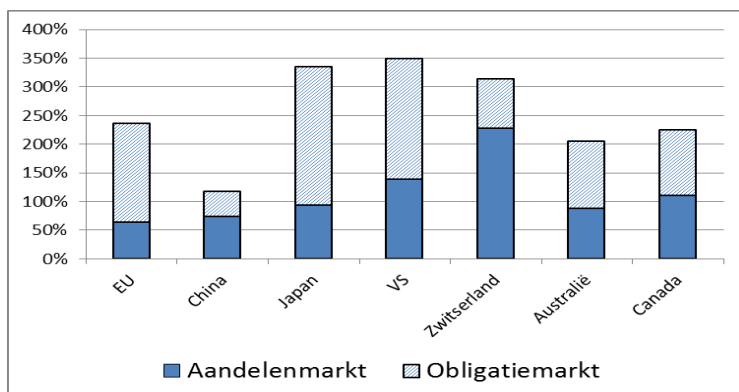


De kapitaalmarkten zijn in de jongste decennia in de EU gegroeid. De totale waarde van de EU-aandelenmarkten bijvoorbeeld bedroeg eind 2013 8,4 biljoen EUR (ongeveer 65% van het bbp), tegenover 1,3 biljoen in 1992 (22% van het bbp). De totale waarde van de uitstaande obligaties bedroeg meer dan 22,3 biljoen EUR (171 % van het bbp) in 2013, tegenover 4,7 biljoen EUR (74 % van het bbp) in 1992<sup>3</sup>.

Niettemin blijven de markten in vergelijking met andere rechtsgebieden onderontwikkeld. De markten voor beursgenoteerde aandelen in de VS zijn (als percentage van het bbp) bijna dubbel zo groot als die in de EU en zijn drie en een half keer groter dan in Zwitserland (grafiek 2).

<sup>3</sup> ECMI Statistical package 2014.

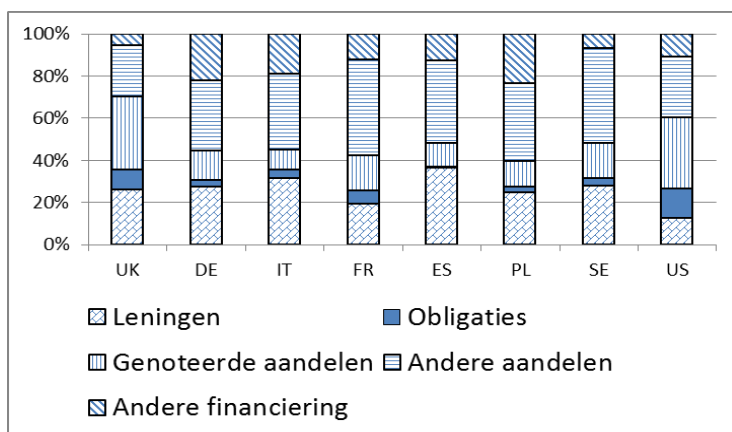
**Grafiek 2: De waarde van de aandelenmarkten en obligatiemarkten (% van het bbp)**



De markten voor onderhands verhandelde aandelen in de VS zijn eveneens ongeveer tweemaal zo groot als in de EU, terwijl de markten voor onderhandse plaatsing van obligaties in de VS tot drie keer groter zijn. Tegelijkertijd zijn er grote verschillen in kapitaalmarktontwikkeling tussen de lidstaten in de EU. De waarde van de binnenlandse aandelenmarkt bijvoorbeeld bedroeg meer dan 121 % van het bbp in het VK, tegenover minder dan 10 % in Letland, Cyprus en Litouwen.

Bron: ECMI statistical package.

**Grafiek 3: Financieringspatronen bedrijven (in % van de totale passiva)**



Europa is traditioneel meer afhankelijk van bancaire financiering, met bancaire kredietverlening die in de financiering van de marktsector een significant grotere rol speelt dan de uitgifte van obligaties op de markt (grafiek 3). In totaal maakt deze grotere afhankelijkheid van de bancaire kredietverlening de Europese economie, vooral de kleine en middelgrote ondernemingen, kwetsbaarder wanneer de bancaire kredietverlening verkraapt, zoals bij de financiële crisis gebeurde.

Bron: Eurostat, OESO. Noot: Leningen omvatten bankleningen en leningen tussen ondernemingen.

Er zijn tussen de ondernemingen en de lidstaten van de EU grote verschillen wat betreft de toegang tot de kapitaalmarkten. De uitgifte van bedrijfsobligaties door niet-financiële ondernemingen in de EU is opmerkelijk gestegen, hetgeen deels te verklaren is uit een gunstig marktklimaat voor obligatie-emittenten vanwege lage rentetarieven. Obligaties werden echter voornamelijk door grote ondernemingen in tegenstelling tot kleine en middelgrote



ondernemingen uitgegeven. Ook concentreerde de obligatie-emissie zich op grotere markten, in plaats van markten waar de financiering van bedrijven het meest problematisch was.

Hoewel de kapitaalmarkten in de EU in termen van grensoverschrijdend bezit van financiële instrumenten vóór de crisis meer geïntegreerd geraakten, is door de crisis aan het licht gekomen dat een deel van die integratie gedreven werd door wholesalebankingobligatiestromen, die bij schokken vatbaar zijn voor plotselinge terugval. De aandelenmarkten in de EU blijven gekenmerkt door een voorkeur voor de thuismarkt, hetgeen betekent dat potentiële risico's en beloningen niet over de grenzen heen gedeeld worden. Ook het grensoverschrijdend bezit van obligaties blijft lager dan op een volledig geïntegreerde markt te verwachten zou zijn. Zelfs de best presterende nationale markten in de EU hebben onvoldoende kritieke omvang, hetgeen leidt tot een kleinere beleggersbasis en minder financiële instrumenten om uit te kiezen.

## 2.2 Uitdagingen en kansen van het opbouwen van een kapitaalmarktenunie

Er zijn een reeks andere obstakels voor de integratie en ontwikkeling van de kapitaalmarkten van de EU, die hun oorsprong vinden in historische, culturele, economische en juridische factoren, waarvan sommige diepgeworteld en moeilijk te overwinnen zijn. Het gaat bijvoorbeeld om de historische voorkeur van het bedrijfsleven voor bepaalde financieringsmethoden, de kenmerken van de pensioenvoorziening, de toepassing van prudentiële voorschriften en administratieve hindernissen, aspecten van corporate governance en vennootschapsrecht, lacunes in de gegevens en kenmerken van veel belastingssystemen, alsook inefficiënte marktstructuren. Zelfs op goed geïntegreerde kapitaalmarkten zullen sommige van deze verschillen blijven bestaan. Om de voordelen van een volledig geïntegreerde eengemaakte markt voor kapitaal te verkrijgen, is het noodzakelijk met name op de volgende drie essentiële gebieden uitdagingen te overwinnen.

Allereerst is, aan de vraagzijde, het **verbeteren van de toegang tot financiering, inclusief tot risicokapitaal, met name voor kleine en middelgrote ondernemingen (bijvoorbeeld innovatieve en snelgroeiende starters)** een belangrijke prioriteit. Na verloop van tijd zal succes afhangen van het overwinnen van informatieproblemen en de fragmentatie van essentiële marktsegmenten en het verlagen van de kosten van toegang tot de kapitaalmarkten. Daarnaast zijn er specifieke belemmeringen voor de financiering van langetermijnprojecten, inclusief infrastructuurinvesteringen.

In de tweede plaats zal, aan de aanbodzijde, de ontwikkeling van de kapitaalmarkten in de EU van de stroom van financiële middelen in kapitaalmarktinstrumenten afhangen. **Het stimuleren van de stroom van institutionele en retailbeleggingen** in de kapitaalmarkten zou de diversificatie van de financieringsbronnen bevorderen. De groeiende bedrijfs- en private pensioenvoorziening in Europa zou tot een verhoogde stroom van middelen naar een meer gevarieerde reeks van beleggingsbehoeften via kapitaalmarktinstrumenten kunnen leiden en een verschuiving naar marktfinanciering kunnen vergemakkelijken. Het verbeteren van het vertrouwen van de retailbeleggers in de kapitaalmarkten en financiële bemiddelaars zou de stroom van de, nu grotendeels in huizenvermogen en bankdeposito's aangehouden, besparingen van huishoudens naar kapitaalmarktinstrumenten vergroten. Het vergroten van het globale concurrentievermogen en de aantrekkelijkheid van de Europese kapitaalmarkten op deze manier zou ook de stroom van investeringen kunnen stimuleren.

In de derde plaats zal het tot stand brengen van grotere, meer geïntegreerde en diepere kapitaalmarkten afhangen van het overwinnen van de barrières die voor fragmentatie van de

markten zorgen en de ontwikkeling van specifieke marktsegmenten tegenhouden. **Het verbeteren van de effectiviteit van de markten** zou de EU in staat stellen de voordelen van grotere marktomvang en -diepte te verkrijgen. Daartoe behoren meer concurrentie, grotere keuze en lagere kosten voor de beleggers alsook een efficiëntere spreiding van risico en betere risicodeling. Meer geïntegreerde kapitaalmarkten, met name voor aandelen, zouden het schokabsorberend vermogen van de Europese economie vergroten en meer investeringen mogelijk maken zonder de schuldniveaus te verhogen. Goed functionerende kapitaalmarkten zullen de allocatie van kapitaal in de economie verbeteren, ondernemers-, risicoactiviteiten en investeringen in infrastructuur en nieuwe technologieën vergemakkelijken.

### Deel 3: Prioriteiten voor vroege maatregelen

De Commissie heeft een aantal gebieden aangewezen waar de behoefte aan vooruitgang op grote schaal wordt erkend en die potentieel hebben om vroege voordelen op te leveren. In dit deel worden deze mogelijkheden geschetst en wordt belanghebbenden naar hun mening gevraagd over specifieke elementen van elk gebied.

#### 3.1 Het verlagen van de barrières voor de toegang tot kapitaalmarkten

Het prospectus is een gedetailleerd document met ondernemingsinformatie en de voorwaarden en risico's van een belegging. Het is de poort tot de kapitaalmarkten voor ondernemingen die op zoek zijn naar financiering, en de meeste bedrijven die obligaties of aandelen willen uitgeven moeten er een samenstellen. Het is van cruciaal belang dat het niet als een onnodige belemmering voor de kapitaalmarkten werkt. De Commissie zal de **huidige prospectusregeling herzien via een specifieke openbare raadpleging** die parallel aan dit groenboek wordt gestart, om het voor ondernemingen (inclusief kleine en middelgrote ondernemingen) gemakkelijker te maken in heel de EU kapitaal aan te trekken<sup>4</sup> en de invoering van groeiemarkten voor kleine en middelgrote ondernemingen te stimuleren. Bij de herziening zal worden gekeken wanneer een prospectus vereist is, zal het goedkeuringsproces worden gestroomlijnd en zal de informatie in prospectussen worden vereenvoudigd.

#### 3.2 Het verbreden van de beleggersbasis voor kleine en middelgrote ondernemingen

De toegang tot financiering van kleine en middelgrote ondernemingen heeft in de crisis meer te lijden gehad dan die van grotere ondernemingen. De informatie over kleine en middelgrote ondernemingen is doorgaans beperkt en gewoonlijk in het bezit van banken, en sommige kleine en middelgrote ondernemingen hebben moeite om de bredere beleggersbasis van niet-bancaire beleggers te bereiken die bij hun financieringsbehoeften zouden kunnen passen. Het verbeteren van de kredietinformatie zou bijdragen tot de opbouw van een **efficiënte en duurzame kapitaalmarkt voor kleine en middelgrote ondernemingen**. De ontwikkeling van een gemeenschappelijk minimumpakket van vergelijkbare informatie voor kredietrapportage en -beoordeling zou kunnen bijdragen tot het aantrekken van financiering voor kleine en middelgrote ondernemingen. Bovendien zou gestandaardiseerde kredietwaardigheidsinformatie kunnen bijdragen tot de ontwikkeling van financiële instrumenten voor de herfinanciering van leningen aan kleine en middelgrote ondernemingen, zoals securitisatie ervan.

Er zijn werkzaamheden met betrekking tot credit scoring gestart waarvoor een breed draagvlak bestaat bij de lidstaten. Met credit scoring wordt aan beleggers en kredietverleners informatie verschaft over de kredietwaardigheid van kleine en middelgrote ondernemingen. Toch beschikt in Europa ongeveer 25 % van alle ondernemingen en ongeveer 75 % van de door directeur-eigenaar geleide ondernemingen niet over een kredietscore. Mogelijke maatregelen op dit gebied zouden aan de diversificatie van de financiering van innovatieve en snelgroeende starters kunnen bijdragen. Als eerste stap is de Commissie voornemens in 2015 workshops rond kredietinformatie over kleine en middelgrote ondernemingen te houden om deze werkzaamheden te bevorderen.

#### 3.3 Totstandbrenging van duurzame securitisatie

---

<sup>4</sup> Onderdeel van het Refit-programma (programma voor gezonde en resultaatgerichte regelgeving).

Securitisatie, het proces waarbij activa zoals hypotheeken gepoold worden om beleggers erin te laten investeren, kan een krachtig instrument zijn om risico over te dragen en de kredietverleningscapaciteit van banken te vergroten. Sinds de crisis zijn de securitisatie-activiteiten gedrukt gebleven, ondanks lage verliezen op Europese securitisaties. De securitisatie-uitgifte in Europa bedroeg in 2014 ongeveer 216 miljard EUR, tegen 594 miljard EUR in 2007<sup>5</sup>. Een duurzame **securisatiemarkt van hoge kwaliteit** in de EU die op eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie-instrumenten steunt, zou een brug kunnen slaan tussen banken en kapitaalmarkten.

Met de recentelijk gepubliceerde gedelegeerde handelingen inzake Solvency II en de liquiditeitsdekkingsratio zijn de werkzaamheden om voor een integrale en consistente prudentiële aanpak voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisatie te zorgen reeds gestart. Naast deze initiatieven hebben centrale banken, regelgevers, nationale autoriteiten en vertegenwoordigers van de private sector voor een meer integrale aanpak van het herstel van de securitisatie in de EU gepleit.

Voor beleggers zou een EU-wijd initiatief voor strenge eisen, rechtszekerheid en vergelijkbaarheid tussen securitisatie-instrumenten moeten zorgen. Dit kader moet de transparantie, consistentie en beschikbaarheid van essentiële informatie, met name op het gebied van leningen voor kleine en middelgrote ondernemingen, verhogen en de groei van secundaire markten om zowel uitgifte als beleggingen te vergemakkelijken, bevorderen. **De Commissie zal een raadpleging houden over specifieke maatregelen om parallel aan dit groenboek aan deze doelstellingen te voldoen.**

#### 3.4 Het stimuleren van langetermijninvesteringen

De investeringen in de EU zijn van hun piek van 2007 significant gedaald en blijven beneden hun historische norm. De Europese Commissie heeft reeds een investeringsplan aangekondigd dat met de oprichting van het nieuwe Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI)<sup>6</sup> gedurende de komende drie jaar publieke en private investeringen in de economie van ten minste 315 miljard EUR zal ontsluiten en heeft een mededeling gepubliceerd over de langetermijnfinanciering van de Europese economie waarin een reeks maatregelen om investeringen te stimuleren wordt uiteengezet. Het onlangs afgeronde regelgevingskader voor het Europees langetermijninvesteringfonds (Eltif) zal beleggers in staat stellen voor de lange termijn geld te steken in bedrijven en infrastructuurprojecten. Eltif's zouden vooral in de smaak moeten vallen bij beleggers zoals verzekeringsmaatschappijen of pensioenfondsen, die behoefte hebben aan vaste inkomstenstromen of langetermijnkapitaalgroei.

**Ideeën over de vraag welke verdere rol de Commissie en de lidstaten zouden kunnen spelen in het ondersteunen van het gebruik van Eltif's**, inclusief de mogelijke uitbreiding tot Eltif's van voordelen die momenteel voor nationale regelingen beschikbaar zijn, zijn welkom.

#### 3.5 De ontwikkeling van Europese markten voor onderhandse plaatsing

---

<sup>5</sup> SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4de kwartaal 2014).

<sup>6</sup> Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende het Europees Fonds voor strategische investeringen en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1291/2013 en (EU) nr. 1316/2013, COM(2015)10.

Een van de manieren waarop bedrijven financiële middelen kunnen aantrekken, is via onderhandse plaatsingen, waarbij een onderneming op niet-publieke markten aan één persoon of aan een kleine groep beleggers een aanbod van effecten doet. Dit kan voor bedrijven een meer kosteneffectieve manier zijn om financiële middelen aan te trekken, en voor middelgrote tot grote ondernemingen en mogelijk ook infrastructuurprojecten financiering beschikbaar maken.

Middelgrote Europese bedrijven doen al jaren een beroep op de Amerikaanse markt voor onderhandse plaatsing, en hebben in 2013 15,3 miljard dollar EUR aangetrokken.<sup>7</sup> Sinds het begin van de financiële crisis is de populariteit van onderhandse plaatsingen in Europa versneld toegenomen en hebben sommige lidstaten markten voor onderhandse plaatsing ontwikkeld. Met name de Duitse en de Franse binnenlandse markten voor onderhandse plaatsing hebben in 2013 voor ongeveer 15 miljard EUR aan obligaties gezorgd. Belemmeringen voor de ontwikkeling van pan-Europese markten zijn onder meer verschillen tussen nationale insolventiewetten, gebrek aan gestandaardiseerde processen, documentatie en informatie over de kredietwaardigheid van emittenten.

Als eerste stap in de richting van de ontwikkeling van Europese markten voor onderhandse plaatsing heeft een consortium van sectororganisaties een marktleidraad inzake gemeenschappelijke marktpraktijken, beginselen en gestandaardiseerde documentatie voor onderhandse plaatsingen opgesteld die verenigbaar is met een verscheidenheid van rechtskaders. De leidraad is onlangs gepubliceerd en de eerste uitgaven zouden er snel moeten komen. De Commissie verwelkomt deze marktgestuurde aanpak, die ertoe zou kunnen bijdragen op korte termijn de creatie van een Europese markt voor onderhandse plaatsing te vergemakkelijken.

## Vragen

- 1) *Welke gebieden moeten naast de voor maatregelen op korte termijn aangewezen vijf prioriteitsgebieden prioriteit krijgen?*
- 2) *Welke verdere stappen rond de beschikbaarheid en standaardisatie van kredietinformatie in verband met kleine en middelgrote ondernemingen zouden een diepere markt voor financiering van kleine en middelgrote ondernemingen en starters en een bredere beleggersbasis kunnen ondersteunen?*
- 3) *Welke ondersteuning kan aan **Eltif's** worden geboden om gebruik ervan te stimuleren?*
- 4) *Moet, naast de ondersteuning van marktgestuurde inspanningen om gemeenschappelijke standaarden af te spreken, door de EU actie worden ondernomen om de ontwikkeling van markten voor **onderhandse plaatsing** te ondersteunen?*

---

<sup>7</sup> Zie ICMA-rapport over het 3e kwartaal van 2014.

## Deel 4: Maatregelen om de kapitaalmarkten te ontwikkelen en te integreren

Om de voordelen van een volledig geïntegreerde eengemaakte markt voor kapitaal te verkrijgen, is het noodzakelijk met name op de volgende drie essentiële gebieden uitdagingen te overwinnen:

- verbeteren van de **toegang tot financiering** voor alle ondernemingen (met name kleine en middelgrote ondernemingen) in Europa en investeringsprojecten zoals infrastructuur;
- **uitbreiding en diversifiëring van de bronnen van financiering** door beleggers in de EU en over heel de wereld; en
- **de werking van de markten effectiever maken**, beleggers efficiënter en goedkoper in contact brengen met degenen die financiering nodig hebben, zowel binnen lidstaten als grensoverschrijdend.

### 4.1 Het verbeteren van de toegang tot financiering

Uiteindelijk zullen, gezien de omvang en het belang ervan, goed functionerende aandelen- en obligatiemarkten van cruciaal belang zijn om voor een effectieve kapitaalmarktenunie en een zo breed mogelijke toegang tot financiering te zorgen. Er zijn echter belangrijke wrijvingen in de financieringsstroom, met name voor kleine of middelgrote ondernemingen, en voor projecten voor de langere termijn, zoals infrastructuur, die beide van cruciaal belang zijn voor de verhoging van de productiecapaciteit en de economische groei. Deze financieringsproblemen zijn bijzonder uitgesproken in de lidstaten die door de crisis het meest zijn getroffen.

**Kleine en middelgrote ondernemingen** zijn tot nu toe altijd primair van bancaire financiering afhankelijk geweest. In de crisis zijn de kredietverleningsbeslissingen van banken vanwege zowel de eigen balansbeperkingen van banken als de stijgende kans op wanbetaling van kredietnemers onvermijdelijk selectiever geworden. Hoewel de kapitaalmarkten de rol van de bancaire kredietverlening aan kleine en middelgrote ondernemingen kunnen aanvullen, zijn zij vanwege hun diversiteit en de schaarste aan kredietinformatie vaak beter geschikt voor relationele kredietverlening.

Alternatieve financieringsbronnen kunnen echter, met name voor **starters en kleine maar snel groeiende ondernemingen in innovatieve sectoren** een belangrijke rol spelen. Deze ondernemingen vertonen doorgaans initieel lage niveaus van kasstromen en zijn van externe financiering afhankelijk om te groeien. Bancaire financiering alsook andere financieringsinstrumenten zoals leasing en factoring zijn vaak moeilijk toegankelijk of ontoereikend voor bedrijven met significante immateriële activa die niet gemakkelijk als zekerheid voor het verkrijgen van bankleningen kunnen worden gebruikt.

De toegang tot de publieke kapitaalmarkten is duur, niet alleen voor kleine ondernemingen, maar ook voor **middelgrote ondernemingen** die wellicht vaker dan kleine ondernemingen op de publieke markten een beroep zullen doen om financiering aan te trekken. De overname van emissies van aandelen en obligaties wordt gekenmerkt door de substantiële vaste kosten als gevolg van due diligence en regelgevingsvereisten. Daartoe behoren de kosten van de informatieverlening die door beleggers of regelgevers wordt vereist, het voldoen aan andere

vereisten inzake corporate governance en het aanvragen van externe ratings. Bovendien kunnen bedrijven in een vroeg stadium van ontwikkeling er commercieel belang bij hebben geen gedetailleerde informatie over hun ondernemingsplan openbaar te maken. Zij geven misschien niet graag de controle op of vermijden liever verdere kritische blikken van de buitenwereld. Daardoor krijgen kleine en middelgrote ondernemingen vaak geen toegang tot de publieke aandelen- en obligatiemarkten, waardoor zij voornamelijk op de private aandelen- en obligatiemarkten zijn aangewezen, die over het algemeen minder gestandaardiseerd, complexer en vaak duurder zijn.

**Grote bedrijven** hebben over het algemeen voldoende omvang om de vaste kosten van gebruik van de kapitaalmarkten te rechtvaardigen en zijn groot genoeg dan dat elke afzonderlijke uitgifte voldoende omvangrijk is om de aandacht van overnemers van effectenemissies, beleggers en analisten te trekken. Hoewel de uitgifte van bedrijfsobligaties in de jongste jaren significant is toegenomen, hetgeen deels het teruglopen van de bancaire kredietverlening compenseert, is de emissie van beursgenoteerde aandelen in Europa echter getemperd gebleven. Effectievere en efficiëntere markten kunnen ertoe bijdragen de kosten voor de toegang tot die markten te verlagen en zouden nuttig zijn voor alle ondernemingen.

Ten slotte moeten in de EU significant meer **nieuwe investeringen in infrastructuur** gedaan worden om het concurrentievermogen van de EU op peil te houden. De stroom van financiële middelen voor dergelijke projecten wordt echter ingeperkt door kortetermijndenken, belemmeringen op het gebied van regelgeving en andere factoren. Ook vertoont een groot aantal infrastructuurprojecten kenmerken van collectieve goederen, hetgeen inhoudt dat private financiering alleen misschien niet geschikt is om voor het optimale niveau van investeringen te zorgen. Hoewel het Efsi een belangrijke bijdrage zal leveren aan het stimuleren van investeringen in infrastructuurprojecten<sup>8</sup>, verwelkomt de Commissie ideeën over andere middelen om dit doel te bereiken.

#### *Informatieproblemen aanpakken*

In Europa benaderen de meeste kleine en middelgrote ondernemingen banken slechts wanneer zij op zoek zijn naar financiering. Bijna 13 % van deze aanvragen wordt afgewezen, hetgeen vaak toe te schrijven is aan het feit dat deze, ook al zijn zij levensvatbaar, niet aan de gewenste risicoprofielen van banken beantwoorden. Hoewel banken kleine en middelgrote ondernemingen soms naar alternatieve verstrekkers van financiering verwijzen, werkt dit niet altijd: soms zijn noch banken noch kleine en middelgrote ondernemingen voldoende op de hoogte van het bestaan van alternatieven. Banken zouden kunnen worden aangemoedigd om betere feedback aan kleine en middelgrote ondernemingen te verstrekken waarvan de kredietaanvraag wordt geweigerd en grotere bekendheid te geven aan alternatieve financieringskansen voor kleine en middelgrote ondernemingen waaraan krediet werd geweigerd.

De internationale standaarden voor financiële verslaggeving (IFRS) hebben een essentiële rol gespeeld in het bevorderen van één taal voor jaarrekeningen in de EU, waardoor het voor grote beursgenoteerde bedrijven in de EU eenvoudiger is geworden om toegang te verkrijgen tot de globale kapitaalmarkten. Het opleggen van volledige toepassing van IFRS aan kleinere bedrijven, met name die welke toegang wensen tot specifieke handelsplatformen, zou echter

---

<sup>8</sup> In de context van infrastructuurinvesteringen kunnen de Europese structuur- en investeringsfondsen (ESIF) ook een belangrijke rol spelen, op voorwaarde dat aan de betrokken gerechtigheidscriteria is voldaan.

een bron van extra kosten zijn. De ontwikkeling van een vereenvoudigde, gemeenschappelijk en kwalitatief hoogstaande standaard voor jaarrekeningen die is toegesneden op de ondernemingen die aan bepaalde handelsplatformen genoteerd worden<sup>9</sup>, zou een stap voorwaarts kunnen zijn in termen van transparantie en vergelijkbaarheid, en, indien evenredig toegepast, ertoe kunnen bijdragen dat bedrijven die grensoverschrijdende beleggers zoeken aantrekkelijker zijn voor hen. De standaard zou een onderdeel van de groeiemarkten voor kleine en middelgrote ondernemingen kunnen worden en voor breder gebruik beschikbaar zijn.

**De transparantie van infrastructuurprojecten of -pijplijnen** zou de attractiviteit ervan voor private investeringen kunnen verhogen en de regelgever helpen een meer op maat gemaakte prudentiële regeling voor infrastructuurinvesteringen aan te nemen. In het verslag van de investeringtaskforce van december 2014 is voorgesteld een centrale website op EU-niveau op te zetten om links naar projecten/pijplijnen van de lidstaten te verstrekken en informatie over EU-projecten op te nemen (bijvoorbeeld in het kader van de financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen en de Europese structuur- en investeringsfondsen). Voortbouwend op het verslag van de investeringtaskforce heeft de Commissie de oprichting voorgesteld van een Europese investeringsprojectenpijplijn om de toegang tot informatie over investeringskansen voor beleggers in de EU te vergemakkelijken en de deelname van beleggers aan financiering te maximaliseren<sup>10</sup>. Daartoe behoren het opzetten van een speciale website en gemeenschappelijke standaarden voor de presentatie van de informatie. Bij het opzetten van een dergelijke pijplijn van projecten zal voortgebouwd worden op de werkzaamheden die in sommige lidstaten reeds begonnen zijn.

#### *Standaardisatie als een mechanisme om een impuls te geven aan markten*

Hoewel standaardisatie niet zonder nadelen is, kan aan sommige markten een impuls worden gegeven met een gemeenschappelijk reeks marktregelen, transparantie over productkenmerken en consistent toezicht en consistente handhaving. Een zekere mate van standaardisatie kan meer beleggers aantrekken en de liquiditeit en diepte van de markt vergroten. Dit is met name het geval in kleinere lidstaten, waar de markten geen minimale efficiënte omvang kunnen bereiken als zij zich tot de binnenlandse pools van kapitaal moeten beperken. Indien gemeenschappelijke standaarden niet noodzakelijk zijn of moeilijk te verwezenlijken zijn, kunnen de beleidsinspanningen in plaats daarvan worden gericht op de instelling van beste praktijken in heel de EU om de ontwikkeling van bepaalde financiële instrumenten te bevorderen.

De ontwikkeling van een meer **geïntegreerde Europese markt voor gedekte obligaties** zou tot de kosteneffectieve financiering van banken kunnen bijdragen en voor een bredere reeks beleggingskansen voor beleggers kunnen zorgen. Het succes van gedekte obligaties als financieringsinstrument hangt nauw samen met de ontwikkeling van specifieke nationale wettelijke kaders. De Commissie zal in 2015 een raadpleging houden over de voordelen en de mogelijke vorm van een EU-kader voor gedekte obligaties en op basis van de ervaring die met goed functionerende nationale kaders is opgedaan beleidsopties presenteren om tot grotere integratie van de markten voor gedekte obligaties te komen. De Commissie zal ook bekijken of aan beleggers, naar het voorbeeld van de vereisten inzake informatieverlening of

---

<sup>9</sup> Zoals multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's).

<sup>10</sup> Zie COM(2015)10 final, artikel 9.



kredietgegevens, meer informatie moet worden verstrekt over de onderliggende zekerheid van gedekte obligaties en andere gestructureerde obligaties.

Ondanks de recente groei van de emissie van **bedrijfsobligaties**, wordt deze sector gekenmerkt door lage niveaus van standaardisatie en prijstransparantie. Hoewel in de jongste jaren in sommige lidstaten nieuwe op retailbeleggers gerichte elektronische handelsplatformen voor obligaties zijn ontstaan, kan een gebrek aan standaardisatie een rem zetten op de ontwikkeling van de obligatiehandelsplatformen en van een liquide secundaire markt. Grotere standaardisatie van de emissies van bedrijfsobligaties zou de ontwikkeling van een liquidere secundaire markt voor bedrijfsobligaties mogelijk kunnen maken. De Commissie zou ideeën verwelkomen over de vraag of de mogelijkheid van de ontwikkeling van een meer gestandaardiseerde obligatiemarkt verder moet worden onderzocht, en of dit het best door een marktgestuurd initiatief dan wel door regelgevend optreden kan worden gerealiseerd.

Een andere opkomende categorie van beleggingen met potentieel om voor verdere toegang tot financiering te zorgen zijn **milieu-, sociale en corporate governance-beleggingen**, zoals groene obligaties. De opbrengsten van groene obligaties worden naar projecten en activiteiten doorgeleid die klimaatdoeleinden of andere doeleinden in verband met milieuduurzaamheid bevorderen. De snelle groei op deze markt wordt ondersteund door een marktgestuurd standaardisatieproces, waarbij rekening wordt gehouden met criteria voor selectie van groene obligaties die, onder meer, door de Wereldbank, de Europese Investeringsbank en de Europese Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling zijn ontwikkeld. De marktdeelnemers ontwikkelen momenteel vrijwillige richtsnoeren, bekend als 'beginselen inzake groene obligaties', waarin transparantie wordt aangemoedigd en integriteit bij de ontwikkeling van de markt voor groene obligaties wordt bevorderd door de aanpak voor de uitgifte van groene obligaties te verduidelijken.

#### *De ontwikkeling van alternatieve financieringsmiddelen mogelijk maken*

Hoewel men zou kunnen denken dat mechanismen zoals peer-to-peer-lending en crowdfunding gezien het online karakter ervan groot potentieel hebben om aan de financiering van de economie over de nationale grenzen heen bij te dragen, is er beperkt bewijs van grensoverschrijdende of pan-Europese activiteit. Als vervolg op de mededeling over crowdfunding<sup>11</sup> verzamelt de Commissie informatie over sectoraanpakken van informatieverlening en aanpakken door de lidstaten van regelgeving. Volgens de voorlopige resultaten zouden de verschillende nationale aanpakken op deze gebieden crowdfundingactiviteiten lokaal kunnen aanmoedigen, maar niet noodzakelijk met elkaar verenigbaar zijn in een grensoverschrijdende context.

#### *Vragen*

*5) Welke verdere maatregelen zouden kunnen bijdragen aan het vergroten van de toegang tot financiering en het kanaliseren van financiële middelen naar degenen die ze nodig hebben?*

---

<sup>11</sup> COM (2014) 172.

6) *Moeten er maatregelen worden genomen om grotere liquiditeit op de markten voor bedrijfsobligaties te bevorderen, zoals standaardisatie? Zo ja, welke maatregelen zijn nodig en kunnen deze worden gerealiseerd door de markt, of zijn regelgevingsmaatregelen vereist?*

7) *Zijn andere maatregelen door de EU om de ontwikkeling van gestandaardiseerde, transparante en verantwoorde milieu-, sociale en governance-beleggingen te vergemakkelijken nodig dan ondersteuning van de ontwikkeling van richtsnoeren door de markt?*

8) *Schuilt er waarde in het ontwikkelen van een gemeenschappelijke standaard voor jaarrekeningen op EU-niveau voor aan MTF's genoteerde kleine en middelgrote ondernemingen? Moet een dergelijke standaard een onderdeel worden van groeimarkten voor kleine en middelgrote ondernemingen? Zo ja, onder welke voorwaarden?*

9) *Zijn er barrières voor de ontwikkeling van passend gereguleerde crowdfunding- of peer-to-peer-platformen, inclusief grensoverschrijdende? Zo ja, op welke wijze moeten die worden aangepakt?*

#### **4.2 Ontwikkelen en diversifiëren van het aanbod van financiering**

De omvang van de kapitaalmarkten hangt uiteindelijk af van de stroom van de besparingen naar de kapitaalmarktinstrumenten. Om te gedijen, moeten de kapitaalmarkten aldus **institutionele, retail- en internationale beleggers aantrekken.**

##### *Stimuleren van institutionele beleggingen*

De rol van institutionele beleggers op lange termijn op de kapitaalmarkten is significant gegroeid. Regelgevingsbarrières en andere factoren kunnen evenwel de stroom van institutionele beleggingen op lange termijn naar langetermijnprojecten, inclusief beleggingen in infrastructuur, beperken.

Met een beheerd vermogen van meer dan 17 biljoen EUR speelt de **Europese vermogensbeheersector** een centrale rol bij het kanaliseren van geld van beleggers naar de economie. Dit succes is grotendeels het directe gevolg van Europa's kaders voor beleggingsfondsen. Het icbe (instellingen voor collectieve belegging in effecten)<sup>12</sup>-kader voor beleggingsfondsen is een erkende internationale standaard, terwijl de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM)<sup>13</sup> een kader gecreëerd heeft waarbinnen Europese beheerders van alternatieve beleggingsfondsen kunnen opereren.

De regelgevingskosten om een fonds op te richten, een beheerder met een vergunning te worden en fondsen over de grenzen heen te verkopen, verschillen in de lidstaten. Vermindering van de kosten voor het opzetten van fondsen en grensoverschrijdende verkoop meer in het algemeen zou de barrières voor toetreding verlagen en meer concurrentie creëren. Naast nieuwe toetreders is het ook belangrijk dat fondsen kunnen groeien en van schaalvoordelen profiteren. De Commissie zou ideeën verwelkomen over de vraag welke verdere beleidsmaatregelen institutionele beleggers zouden kunnen aansporen grotere

---

<sup>12</sup> Richtlijn 2014/91/EU.

<sup>13</sup> Richtlijn 2011/61/EU en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

bedragen aan te trekken en te beleggen en in een bredere reeks activa, zoals langetermijnprojecten, starters en kleine en middelgrote ondernemingen te beleggen.

De pensioen- en verzekeringssectoren bezitten eveneens significante activa voor een bedrag van ongeveer 12 biljoen EUR die kunnen bijdragen tot het financieren van investeringen. De nieuwe prudentiële regeling die vanaf 1 januari 2016 op **verzekeraars** van toepassing zal zijn, Solvency II<sup>14</sup>, zal bedrijven in staat stellen meer in langetermijnactiva te investeren door nationale beperkingen op de samenstelling van hun activaportefeuille op te heffen<sup>15</sup>. Voorts heeft de Commissie ervoor gezorgd dat de standaardformule om de kapitaalvereisten van verzekeraars te berekenen geen obstakels inhoudt voor langetermijninvesteringen en het afstemmen van lange passiva en lange activa<sup>16</sup>. Hoewel deze inspanning is verwelkomd, hebben sommigen met betrekking tot de kalibratie van de kapitaalvereisten van verzekeraars en banken een maatwerkbehandeling van infrastructuurinvesteringen gevraagd. Verdere werkzaamheden zijn nodig om met het oog op een mogelijke herziening van de prudentiële regels en de creatie van infrastructuursubklassen obligatie- en/of aandelenbeleggingen in infrastructuur met een lager risico aan te wijzen.

Kapitalisatiestelsels voor **pensioenvoorziening** spelen in sommige lidstaten een steeds grotere rol. Dergelijke regelingen kunnen, wanneer zij voorzichtig en op een wijze die hun maatschappelijke functie tot uiting brengt, worden beheerd, bijdragen aan de houdbaarheid en toereikendheid van de pensioensystemen en zijn in toenemende mate belangrijke investeerders in de Europese economie. De nieuwe regels inzake bedrijfspensioenen die momenteel worden besproken zouden de barrières ervoor kunnen opheffen dat pensioenregelingen meer in lange activa investeren. Bovendien zou de uitwisseling van beste praktijken eveneens de verenigbaarheid van nationale systemen kunnen vergroten.

Wat individuele pensioenen betreft zijn de aanbieders aan een aantal verschillende EU-wetgevingsonderdelen onderworpen. Dit doet de vraag rijzen of de invoering van een gestandaardiseerd product, bijvoorbeeld via een pan-Europese of '29<sup>e</sup>' regeling, waardoor obstakels voor grensoverschrijdende toegang worden opgeheven, de eengemaakte markt voor individuele pensioenvoorziening zou kunnen versterken. Bij alle wijzigingen zou voor een effectieve mate van consumentenbescherming, terwijl tegelijk ook de dekking en het gebruik worden verbeterd, en passende beveiliging van de besparingen moeten worden gezorgd.

Als financieringsalternatief voor traditionele bankleningen of de uitgifte van obligaties of aandelen spelen **private equity en durfkapitaal** een belangrijke rol in de Europese economie. Maar de risicokapitaalmarkten ontbreekt het vaak aan omvang; dit is niet alleen het geval voor de effectenbeurzen die gespecialiseerd zijn in het financieren van snelgroeiende bedrijven, maar ook voor investeringen in risicokapitaal in de opstart- of de ontwikkelingsfase van nieuwe ondernemingen of in hightechbedrijven. De risicokapitaalmarkten in de lidstaten verschillen ook sterk in ontwikkeling: ongeveer 90% van alle beheerders van durfkapitaalfondsen is in acht lidstaten geconcentreerd<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Richtlijn 2009/138/EG.

<sup>15</sup> Afzonderlijk zorgt op het gebied van bancaire prudentiële regelgeving de gedelegeerde handeling van de Commissie inzake het liquiditeitsdekkingsvereiste (LRC) voor verhoogde stimulansen voor investeringen in infrastructuur en kleine en middelgrote ondernemingen die investeringen in kleine en middelgrote ondernemingen zouden vergemakkelijken.

<sup>16</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-578\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm)

<sup>17</sup> Het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Zweden, Denemarken, Finland, Nederland, Frankrijk en Spanje.

In sommige lidstaten worden durfkapitaalfondsen met problemen geconfronteerd om de schaal te bereiken die zij nodig hebben om hun portefeuillerisico te spreiden. Het ontbreken van een aandelenbeleggingscultuur, gebrek aan informatie, een gefragmenteerde markt en hoge kosten lijken hiervan de belangrijkste oorzaken te zijn.

In een poging om de verstrekking van risicokapitaal in de vorm van aandelenparticipatie of leningen op bepaalde voorwaarden aan startende ondernemingen en sociaal ondernemerschap te bevorderen, heeft de EU in 2013 de EuVECA (Europees durfkapitaalfonds)<sup>18</sup>- en EuSE (Europees sociaalondernemerschapsfonds)<sup>19</sup>-verordeningen ingesteld. Het gebruik ervan tot dusver is bemoedigend, maar er is ruimte voor verdere groei. Waarschijnlijk zijn er een reeks barrières voor gebruik ervan op grotere schaal. Een bijzonder punt van zorg dat is aangevoerd is dat beheerders met een portefeuille van meer dan 500 miljoen EUR een dergelijk fonds niet mogen oprichten of beheren noch deze aanduidingen mogen gebruiken om de fondsen in de EU te verkopen. Het verbreden van de kring van marktdeelnemers zou ervoor kunnen zorgen dat meer EuVECA's en EuSEF's beschikbaar komen.

Publieke financiering kan eveneens een rol spelen: regionale autoriteiten zijn in verschillende lidstaten belangrijke financiers van durfkapitaal. Via de financiële instrumenten van de EU, zoals het Kaderprogramma voor concurrentievermogen en innovatie (CIP), de Europese structuur- en investeringsfondsen (ESIF)<sup>20</sup> en door de structuurfondsprogramma's ondersteunde aandelenfinanciering is met succes durfkapitaal voor kleine en middelgrote ondernemingen gemobiliseerd. Met het EU-programma voor het concurrentievermogen van kleine en middelgrote ondernemingen (COSME)<sup>21</sup> en de Horizon 2020-programma's zal hierop worden gebouwd. Voorts zijn in juli 2014 de staatssteunregels gewijzigd om in voorkomend geval meer ruimte te bieden voor overheidsoptreden bij de ontwikkeling van de risicofinancieringsmarkt en de verbetering van de toegang van kleine en middelgrote ondernemingen en kleine of innovatieve midcapondernemingen.<sup>22</sup> De uitdaging is op welke wijze de omvang van de durfkapitaalfondsen kan worden uitgebreid en publieke en private financiering samen hieraan kunnen bijdragen.

Het ontbreken van uittredingsmogelijkheden voor beleggers kan eveneens een belemmering vormen voor de ontwikkeling van durfkapitaalfinanciering. De Commissie wil graag weten of maatregelen kunnen worden genomen om een beter klimaat voor business angels<sup>23</sup>, durfkapitaal en beursintroductions te creëren om voor betere uittredingsstrategieën voor beleggers te zorgen en het aanbod van durfkapitaal aan starters te stimuleren.

Banken zullen waarschijnlijk essentiële actoren en deelnemers aan de kapitaalmarkten blijven als emittenten, beleggers en intermediairs, en zullen een belangrijke rol in de kredietbemiddeling blijven spelen via hun rol in de financiering en informatievoorziening. Tegelijkertijd zijn nieuwe technologieën en bedrijfsmodellen in ontwikkeling, zoals peer-to-peer-lending of andere vormen van niet-bancaire directe kredietverlening, waarbij getracht

---

<sup>18</sup> Verordening (EU) nr. 345/2013.

<sup>19</sup> Verordening (EU) nr. 346/2013.

<sup>20</sup> Verordening (EU) nr. 1303/2013.

<sup>21</sup> Verordening (EU) nr. 1287/2013.

<sup>22</sup> 2014/C 19/04.

<sup>23</sup> Business angels zijn individuele investeerders, meestal met ondernemingservaring, die kapitaal voor starters verstrekken.

wordt financiering aan kleine en middelgrote ondernemingen en starters aan te bieden. De Commissie verwelkomt ideeën over de vraag of er belangrijke barrières bestaan om deze diensten naast bancaire kredietverlening te gaan aanbieden en ontwikkelen.

#### *Vragen*

*10) Welke beleidsmaatregelen zouden institutionele beleggers ertoe kunnen aanzetten om grotere bedragen aan te trekken en in een bredere reeks van activa te investeren, vooral projecten op lange termijn, kleine en middelgrote ondernemingen en snelgroeiende innovatieve starters?*

*11) Welke stappen kunnen worden gezet om de kosten voor fondsbeheerders te verminderen om fondsen op te zetten en in de hele EU te verkopen? Welke barrières zorgen ervoor dat fondsen niet van schaalvoordelen profiteren?*

*12) Moeten de werkzaamheden voor de maatwerkbehandeling van investeringen in infrastructuur op bepaalde duidelijk aanwijsbare subklassen van activa gericht zijn? Zo ja, aan welke hiervan moet de Commissie bij toekomstige herzieningen van de prudentiële regels zoals CRDIV/CRR en Solvency II prioriteit verlenen?*

*13) Zou de invoering van een gestandaardiseerd product, of de opheffing van de bestaande belemmeringen voor grensoverschrijdende toegang, de eengemaakte markt voor pensioenvoorziening versterken?*

*14) Zouden wijzigingen van de EuVECA- en de EuSEF-verordeningen het voor beheerders van grotere EU-fondsen gemakkelijker maken dit soort fondsen te beheren? Welke eventuele andere wijzigingen moeten worden doorgevoerd om het aantal dergelijke fondsen uit te breiden?*

*15) Op welke wijze kan de EU private equity en durfkapitaal verder ontwikkelen als een alternatieve financieringsbron voor de economie? Welke maatregelen met name zouden de omvang van durfkapitaalfondsen kunnen uitbreiden en de uittredingsmogelijkheden voor durfkapitaalbeleggers vergroten?*

*16) Zijn er belemmeringen voor de veilige uitbreiding van zowel de bancaire als de niet-bancaire directe kredietverlening aan ondernemingen die financiering nodig hebben?*

#### *Stimuleren van retailbeleggingen*

Retailbeleggers in de EU hebben over het algemeen niet veel zin om rechtstreeks in de kapitaalmarkten in de EU te beleggen en nemen overwegend aan collectieve institutionele beleggingen deel. Europese huishoudens houden echter belangrijke besparingen op bankrekeningen aan die in sommige gevallen productiever zouden kunnen worden gebruikt. Dalende rente op deposito's kan huishoudens enigszins stimuleren om meer van hun financieel vermogen van banken naar op de markt verhandelde effecten te verschuiven.

Beleggingsfondsproducten zoals icbe's zijn bij retailbeleggers populair om in de kapitaalmarkten te beleggen. Desondanks blijft het percentage van rechtstreekse deelname

door retailbeleggers aan icbe's relatief laag: de private huishoudens waren in 2013 slechts voor 26 % eigenaar van beleggingsfondsen in de eurozone<sup>24</sup>. Om voor een ruimer assortiment beleggingsfondsproducten en verhoogde concurrentie te zorgen, is de Commissie geïnteresseerd in ideeën over hoe de grensoverschrijdende deelname van retailbeleggers aan icbe's zou kunnen worden verhoogd.

Retailbeleggers zullen alleen op de kapitaalmarkten willen investeren als zij de markten en de financiële bemiddelaars die daar werkzaam zijn vertrouwen en geloven dat deze op veilige wijze een beter rendement op hun besparingen kunnen garanderen. Het herstel van het vertrouwen van de beleggers is een essentiële verantwoordelijkheid en uitdaging voor de financiële sector. Ook versterking van de financiële geletterdheid zou consumenten in staat stellen financiële producten effectiever en gemakkelijker te kiezen en te vergelijken. Er lopen een aantal nationale programma's om de financiële geletterdheid en het financiële onderwijs te verbeteren en er is het EU-project Consumer Classroom. In sommige gevallen kunnen ook meer gestandaardiseerde of eenvoudige financiële producten die in sommige lidstaten beschikbaar zijn nut hebben.

Regelgeving en toezicht kunnen ertoe bijdragen beleggersvertrouwen op te bouwen. De Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) hebben via MiFID II<sup>25</sup> en andere regelgeving meer bevoegdheden gekregen op het gebied van bescherming van de belegger. Zoals in de recente evaluatie door de Commissie van de Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's) vermeld<sup>26</sup>, zouden hun mandaten op het gebied van bescherming van consumenten/beleggers kunnen worden verduidelijkt en uitgebreid indien dat noodzakelijk is.

**Het vergroten van grensoverschrijdende concurrentie in de financiële retaildiensten** zou een grotere keuze, lagere prijzen en betere diensten kunnen brengen. Door elektronische en mobiele instrumenten geleverde financiële diensten kunnen in dit verband een bijdrage leveren, op voorwaarde dat aandachtsvelden in verband met bescherming tegen fraude, hacking en witwassen van geld kunnen worden aangepakt onder behoud van het gebruiksgemak voor de consumenten. De Commissie zal beginnen met de voorbereidende werkzaamheden met betrekking tot de wijze waarop de eengemaakte markt voor financiële retaildiensten voor de consumenten meer voordelen kan opleveren.

#### Vragen

*17) Op welke wijze kan grensoverschrijdende deelname door retailbeleggers aan icbe's worden verbeterd?*

*18) Op welke wijze kunnen de ETA's er verder aan bijdragen dat voor consumenten- en beleggersbescherming wordt gezorgd?*

*19) Met behulp van welke beleidsmaatregelen zouden de retailbeleggingen kunnen toenemen? Wat zou er nog meer kunnen worden gedaan om EU-burgers die toegang hebben tot de kapitaalmarkten van de EU mondiger te maken en te beschermen?*

<sup>24</sup> Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

<sup>25</sup> Richtlijn 2014/65/EU en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU.

<sup>26</sup> COM(2014) 509.

20) Zijn er nationale beste praktijken bij de ontwikkeling van eenvoudige en transparante beleggingsproducten voor consumenten die kunnen worden gedeeld?

### ***Het aantrekken van internationale beleggingen***

De Europese kapitaalmarkten moeten open en wereldwijd competitief zijn, goed gereguleerd en geïntegreerd om buitenlandse beleggingen aan te trekken, hetgeen betekent dat strenge EU-eisen worden gehandhaafd om te zorgen voor marktintegriteit, financiële stabiliteit en beleggersbescherming. Gezien het globale karakter van de kapitaalmarkten is het belangrijk dat de kapitaalmarktunie wordt ontwikkeld rekening houdend met de bredere globale context.

Hoewel de reductie van de bruto kapitaalstromen na de crisis alle regio's heeft getroffen, hebben de EU (en vooral de eurozone) de meest forse daling van de omvang van de bruto kapitaalinstromen en -uitstromen als percentage van het bbp ondergaan. Alle componenten van de bruto kapitaalinstromen (effectenverkeer, buitenlandse directe investeringen en vorderingen waarvoor banken intermediairen) waren in 2013 lager dan in 2007.

Volgens de gegevens van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) bedroeg eind 2013 de globale totale stand van het grensoverschrijdende effectenverkeer 25 biljoen EUR. De totale stand van het grensoverschrijdend effectenverkeer tussen de lidstaten van de EU bedroeg 9,6 biljoen EUR, terwijl het effectenverkeer afkomstig van buiten de EU 5 biljoen EUR bedroeg. Er is dan ook nog steeds veel ruimte voor het aantrekken van extra aandelen- en obligatiebeleggingen uit derde landen.

Het beleid inzake internationale handel en investeringen van de EU<sup>27</sup> heeft een belangrijke rol te spelen in het ondersteunen van internationale investeringen. De akkoorden inzake internationale handel en investeringen liberaliseren het verkeer van kapitaal, reguleren de markttoegang en investeringen, inclusief voor de levering van financiële diensten, en kunnen ertoe bijdragen zowel een passend niveau van bescherming voor beleggers in Europa als een gelijk speelveld in heel de EU tot stand te brengen<sup>28</sup>. Bovendien draagt de Commissie momenteel bij aan internationale werkzaamheden met betrekking tot het vrij verkeer van kapitaal, inclusief bijvoorbeeld met betrekking tot de Codes voor de liberalisatie van het kapitaalverkeer van de OESO.

De directe verkoop van EU-beleggingsfondsen en andere beleggingsinstrumenten in derde landen moet worden vergemakkelijkt. Dit zou kunnen worden gerealiseerd door de barrières voor financiële instellingen en diensten van de EU om toegang te hebben tot markten van derde landen te verminderen, inclusief, in voorkomend geval, door de markten voor grensoverschrijdend vermogensbeheer in toekomstige handelsakkoorden open te stellen.

---

<sup>27</sup> COM (2010) 343.

<sup>28</sup> De EU streeft er ook naar in haar handels- en investeringsakkoorden voor passende garanties te zorgen om passende bescherming te waarborgen op gebieden zoals veiligheid, gezondheid, milieubescherming of culturele diversiteit.

In het licht van deze trends is de Commissie geïnteresseerd in ideeën over maatregelen die zouden kunnen worden genomen om de attractiviteit van de EU-markten voor internationale beleggers te vergroten.

#### *Vragen*

21) *Kunnen er extra maatregelen op het gebied van regulering van financiële diensten worden genomen om ervoor te zorgen dat de EU internationaal competitief is en een attractieve plaats is om in te investeren?*

22) *Welke maatregelen kunnen worden genomen om de toegang van EU-bedrijven tot beleggers en kapitaalmarkten in derde landen te vergemakkelijken?*

### **4.3 Het verbeteren van markteffectiviteit – bemiddelaars, infrastructuren en het bredere rechtskader**

#### *Eén "rulebook", handhaving en concurrentie*

De ontwikkeling van één "rulebook" in de jongste jaren was een belangrijke stap naar een meer geharmoniseerd regelgevingskader voor kapitaalmarkten waarin bedrijven op een gelijk speelveld grensoverschrijdend kunnen concurreren. Het succes van het ene "rulebook" hangt ook af van de effectieve tenuitvoerlegging en consistente handhaving van de regels. Er zijn nog steeds enkele essentiële onderdelen van de EU-wetgeving die ruimte laten voor de toevoeging van vereisten, de zogenaamde 'gold-plating' door de lidstaten, en er zijn ook problemen van verschillende interpretaties van regels ontstaan. De Commissie werkt er, samen met de lidstaten en de ETA's, aan ervoor te zorgen dat de financiële wetgeving van de EU correct ten uitvoer wordt gelegd en gehandhaafd op het terrein.

Concurrentie speelt een essentiële rol om ervoor zorgen dat de consumenten de beste producten en diensten tegen toereikende prijzen krijgen, en dat beleggingsstromen naar de meest productieve toepassingen worden gekanaliseerd. De toetredingsbarrières voor concurrenten moeten waar mogelijk worden opgeheven en de toegang tot de financiële marktinfrastructuur moet worden verzekerd. Om meer efficiënte en goed functionerende kapitaalmarkten te ondersteunen, heeft de Commissie zich in de jongste jaren met gebruikmaking van haar concurrentiebevoegdheden met verschillende zaken beziggehouden. De Commissie zal er blijven voor zorgen dat het concurrentierecht rigoureuus wordt toegepast om concurrentiebeperkingen of -vervalsingen te vermijden van die erop van invloed zijn dat zich geïntegreerde en goed functionerende markten ontwikkelen.

Het beginsel van het vrij verkeer van kapitaal moet eveneens worden gehandhaafd om ongerechtvaardigde barrières voor beleggingsstromen binnen de EU aan te pakken. Zo zouden vereisten die door lidstaten van ontvangst worden opgelegd aan marktdeelnemers met een Europees handelspaspoort dat door hun lidstaat van herkomst is verleend in sommige gevallen een ongerechtvaardigde barrière voor het vrij verkeer van kapitaal kunnen vormen. Een meer stabiel, transparant en voorspelbaar kader voor beleggers zou ertoe kunnen bijdragen dat vertrouwen wordt opgebouwd en de attractiviteit van de eengemaakte markt als een plaats om voor de lange termijn te investeren, wordt vergroot.



### *Toezichtsconvergentie*

Hoewel de regelgevingskaders voor de kapitaalmarkten grotendeels zijn geharmoniseerd, hangt het succes van de hervormingen ook af van de tenuitvoerlegging en consistente handhaving van de regels. De ETA's spelen een essentiële rol in het bevorderen van convergentie. De Commissie heeft onlangs een rapport over de activiteiten van de ETA's en het Europees Systeem voor financieel toezicht (ESFS)<sup>29</sup> gepubliceerd waarin een aantal gebieden werden aangewezen waar op korte en middellange termijn verbeteringen zouden kunnen worden aangebracht. De Commissie zal de werking en activiteiten van de ETA's alsook hun governance en financiering blijven toetsen.

De ETA's hebben een belangrijke rol erin te spelen grotere toezichtsconvergentie te blijven bevorderen en de focus op en het gebruik van peerreview en passende follow-up uit te breiden. Voorts zou het gebruik van geschillenbeslechting waar deze nodig is en onderzoeksbevoegdheden met betrekking tot vermeende inbreuken op het EU-recht consistente tenuitvoerlegging en toepassing van het EU-recht op heel de eengemaakte markt kunnen vergemakkelijken.

Er zou verdere aandacht kunnen worden geschonken aan de rol die in deze context door de ETA's wordt gespeeld. Voor zover nationale toezichtsregelingen ertoe kunnen leiden dat er verschillende niveaus van beleggersbescherming bestaan, er barrières voor grensoverschrijdende activiteiten bestaan en bedrijven die op zoek zijn naar financiering in andere lidstaten worden ontmoedigd, kan er voor de ETA's een verdere rol weggelegd zijn in het vergroten van convergentie.

### *Gegevens en rapportage*

De ontwikkeling van gemeenschappelijke gegevens en rapportage in heel de EU zou ertoe kunnen bijdragen nauwere integratie van de kapitaalmarkten te ondersteunen. Zo is voor de aandelenmarkten een "geconsolideerde transactiemeldingsregeling" essentieel om voor de kwaliteit, beschikbaarheid en tijdigheid van posttransactionele informatie te zorgen. Mochten marktgestuurde inspanningen onvoldoende blijken om een geconsolideerde transactiemeldingsregeling te realiseren die op redelijke commerciële grondslag voor de marktdeelnemers gemakkelijk toegankelijk en bruikbaar is, dan kan aandacht moeten worden geschonken aan andere oplossingen, inclusief het toevertrouwen van het beheer van een geconsolideerde transactiemeldingsregeling aan een commerciële entiteit. De Commissie zal er ook voor trachten te zorgen dat de verspreiding van geconsolideerde informatie op commercieel redelijke voorwaarden ongehinderd plaatsvindt.

Meer efficiënte aanpakken met betrekking tot toezichts- en marktrapportage waarbij de nationale autoriteiten of ESMA betrokken zijn, bijvoorbeeld in verband met gemeenschappelijke IT-aanpakken voor bepaalde rapportagevereisten, zou eveneens nuttig kunnen zijn voor de marktdeelnemers. Ideeën over de vraag of en welke verdere werkzaamheden nodig zijn om de gegevens en rapportage in de EU te verbeteren zouden welkom zijn.

### *Marktinfrastuur- en effectenrecht*

---

<sup>29</sup> COM(2014) 509.

Marktinfrastructuur- en effectenrecht – het 'buisennet' waarlangs beleggingen gekanaliseerd worden en de wetten die ervoor gelden – zijn essentiële determinanten voor de efficiëntie en het gemak waarmee beleggingen kunnen worden gedaan. Het regelgevingskader dat voor de marktinfrastucturen geldt, wordt momenteel ingevoerd en omvat wetgeving om voor de robuustheid van centrale tegenpartijen (CTP's) en centrale effectenbewaarinstellingen (CSD's) te zorgen en het door het Eurosysteem beheerde Target2Securities (T2S)-project. Zoals in het werkprogramma van de Commissie aangekondigd, is de Commissie voornemens een wetgevingsvoorstel in te dienen om een Europees kader te creëren voor het herstel en de afwikkeling van systeemrelevante financiële instellingen zoals centrale tegenpartijen. Er zijn echter bepaalde aspecten in verband met de handel ondersteunende marktinfrastucturen waar verdere verbeteringen mogelijk zijn.

**Zekerheid** is een vitaal onderdeel van het financiële systeem omdat zij een groot aantal transacties op de markt ondersteunt en voor een veiligheidsnet zorgt bij problemen. De fluiditeit van zekerheid in heel de EU is momenteel beperkt waardoor de markten niet efficiënt kunnen werken. Sinds de financiële crisis is de vraag naar zekerheid gestegen, gedreven door de vraag van de markt naar meer gedekte financiering alsook nieuwe regelgevingsvereisten, als vastgesteld in de verordening Europese marktinfrastuctuur (EMIR)<sup>30</sup> en de verordening kapitaalvereisten (CRR)<sup>31</sup>. Met de stijgende vraag naar zekerheid zijn er risico's dat dezelfde effecten worden hergebruikt om meerdere transacties te ondersteunen, zoals het geval was vóór de crisis, en internationaal zijn werkzaamheden aan de gang om naar deze kwesties te kijken. Ideeën over de vraag of werkzaamheden moeten worden ondernomen om een passend gereguleerde stroom van zekerheid in heel de EU te vergemakkelijken, zijn welkom.

Hoewel er aanzienlijke vooruitgang geboekt is bij de harmonisering van de regels die nodig zijn voor de transparantie en integriteit van de effectenmarkten, verschilt ook de **wetgeving betreffende rechten ten aanzien van effecten van beleggers in de lidstaten**. Beleggers kunnen dan ook moeilijk het risico van kapitaalbeleggingen in de verschillende lidstaten beoordelen. De discussies over deze kwestie zijn al meer dan een decennium oud en zijn gestart met het tweede Giovaninni-rapport in 2003. Deze kwestie is echter complex, omdat daarbij eigendoms-, contract- ondernemings- en insolventierecht alsook de wetten met betrekking tot het bezit van effecten en collisie worden aangeroerd. Volgens tegenstanders zouden harmonisatie op EU-niveau en één EU-definitie van effecten niet noodzakelijk zijn. Voorts wordt geargumenteed dat met de start van Target 2 Securities half 2015 de juridische en operationele risico's in verband met de overdracht en het bezit van effecten in alle rechtsgebieden zullen verdwijnen, de kosten zullen verminderen en de grensoverschrijdende beleggingen zouden kunnen toenemen. In het licht van deze beperkingen zouden ideeën welkom zijn over de vraag of enige doelgerichte wijziging van wetgeving inzake effecteneigendomsregels die materieel tot meer geïntegreerde kapitaalmarkten binnen de EU zouden kunnen bijdragen haalbaar en wenselijk zijn.

Een ander belangrijk aspect bij de ontwikkeling van een pan-Europese markt voor securitisatie en financiëlezekerheidsovereenkomsten en ook van andere activiteiten zoals factoring is het tot stand brengen van grotere rechtszekerheid in gevallen van grensoverschrijdende overdracht van vorderingen en de rangorde van dergelijke overdrachten,

---

<sup>30</sup> Verordening (EU) nr. 648/2012.

<sup>31</sup> Verordening (EU) Nr. 575/2013 en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 Voor de EER relevante tekst.

vooral in gevallen zoals insolventie. De Commissie zal in 2015 een rapport publiceren waarin de problemen en mogelijke oplossingen worden aangewezen.

Banken spelen een essentiële rol, niet alleen in de kredietverlening, maar ook in de bemiddeling op de kapitaalmarkten, met name door het leveren van liquiditeit via marketmaking. Volgens sommig onderzoek zijn er aanwijzingen dat de liquiditeit in sommige marktsegmenten daalt, maar ook dat in de aanloop naar de crisis liquiditeit te laag geprijsd was. De daling van de liquiditeit wordt door sommigen aan een noodzakelijke marktcorrectie alsook een daling van het marktvertrouwen in de nasleep van de crisis, door anderen aan globale regelgevingsmaatregelen na de crisis toegeschreven. De Commissie is geïnteresseerd in ideeën over de wijze waarop beter geprijsde en robuuste liquiditeitsvoorwaarden tot stand kunnen komen, met name of maatregelen zouden kunnen worden genomen om de liquiditeit in kwetsbare segmenten te ondersteunen en of er barrières zijn voor de toetreding van nieuwe marktdeelnemers die een rol kunnen spelen in het bij elkaar brengen van kopers en verkopers.

### *Vennootschapsrecht, corporate governance, insolventie en belastingheffing*

Er bestaat EU-wetgeving op het gebied van **corporate governance** (bv. over verklaringen inzake corporate governance<sup>32</sup>, over de grensoverschrijdende uitoefening van aandeelhoudersrechten<sup>33</sup>), maar corporate governance blijft vaak het domein van het nationale recht en de nationale standaarden. Na de financiële crisis is via twee raadplegingen een herziening van het corporate governancekader van de EU ondernomen<sup>34</sup>. De aan de gang zijnde herziening van de richtlijn aandeelhoudersrechten is erop gericht institutionele beleggers en vermogensbeheerders ertoe aan te moedigen meer lang kapitaal aan bedrijven te verlenen.

De bescherming van de rechten van **minderheidsaandeelhouders verbetert de corporate governance en de attractiviteit van bedrijven voor buitenlandse beleggers**, omdat dit vaak minderheidsbeleggers zijn. Een ander aspect van gezonde corporate governance is de efficiëntie van de raden van bestuur van ondernemingen in termen van controle van de ondernemingsmanagers. Omdat de raden van bestuur van ondernemingen de belangen van de beleggers beschermen, zijn efficiënte en goed functionerende raden van bestuur van ondernemingen eveneens zeer belangrijk om beleggingen aan te trekken.

Ondanks verschillende richtlijnen over vennootschapsrecht<sup>35</sup> worden ondernemingen nog steeds met belangrijke obstakels voor hun **grensoverschrijdende mobiliteit en herstructureringen** geconfronteerd. Verdere hervormingen van het vennootschapsrecht kunnen nuttig zijn om barrières voor de grensoverschrijdende vestiging en activiteiten van ondernemingen te overwinnen.

Verschillende nationale **conflictreghels** betreffende de interne werking van een onderneming kunnen rechtsonzekerheid veroorzaken, aangezien deze tot een situatie kunnen leiden waarin een onderneming tegelijkertijd onder de wetten van verschillende lidstaten valt, bij voorbeeld in gevallen waarin een onderneming als rechtspersoon wordt opgericht in één lidstaat, maar vooral vanuit een andere lidstaat opereert.

---

<sup>32</sup> Richtlijn 2006/46/EG.

<sup>33</sup> Richtlijn 2007/36/EG.

<sup>34</sup> COM(2010) 284 en COM(2011) 164.

<sup>35</sup> Bijvoorbeeld Verordening 2157/2001 van de Raad en Richtlijn 2005/56/EG.

Hoewel de bespreking rond de harmonisering van de **materiële insolventiewetgeving** in de afgelopen 30 jaar traag gevorderd is vanwege de complexiteit ervan, is er aanzienlijke vooruitgang geboekt op het gebied van conflictregels voor grensoverschrijdende insolventieprocedures.<sup>36</sup> De onderliggende nationale insolventiekaders zijn echter qua basiskennmerken en effectiviteit nog steeds verschillend.<sup>37</sup> Het verminderen van deze verschillen zou tot het ontstaan van pan-Europese aandelen- en obligatiemarkten kunnen bijdragen door de onzekerheid te verminderen voor beleggers die de risico's in verschillende lidstaten moeten beoordelen. Voorts kunnen de ontoereikendheid in veel lidstaten van de regels die vroege schuldhierstructurering mogelijk maken, het ontbreken van "tweedekansbepalingen", en de buitensporige duur en kosten van formele insolventieprocedures tot lage inningspercentages van vorderingen voor crediteuren leiden en beleggers ontmoedigen. Om vooruitgang met betrekking tot insolventie te realiseren, heeft de Commissie een Aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie<sup>38</sup> aangenomen waarin zij de lidstaten dringend verzoekt vroegeherstructureringsprocedures en 'tweedekansbepalingen' in te voeren. In de aanbeveling worden de lidstaten eveneens verzocht te overwegen de beginselen op consumenten met een te hoge schuldenlast en consumentenfaillissement toe te passen. Een evaluatie van de aanbeveling is gepland voor 2015.

Verschiedende **belastingstelsels** in de lidstaten kunnen de ontwikkeling van een eengemaakte markt voor kapitaal belemmeren. Zo kunnen zij obstakels voor grensoverschrijdende beleggingen zoals pensioenen en levensverzekeringen creëren. Als vervolg op het witboek inzake pensioenen<sup>39</sup> heeft de Commissie een studie verricht over discriminerende regels betreffende pensioen- en levensverzekeringskapitaal, -bijdragen en uitkeringen. De Commissie zal in een later stadium de noodzakelijke maatregelen nemen als discriminerende regels en discriminerende belastingregels met betrekking tot grensoverschrijdende beleggingen door levensverzekeringsmaatschappijen en door pensioenfondsen in vastgoed worden vastgesteld. Ook de werkzaamheden met betrekking tot het **vereenvoudigen van de procedures voor posttransactionele bronbelastingvermindering** gaan voort.

Naast de verschillen in fiscale behandeling van marktdeelnemers in de lidstaten zijn er ook verschillen in fiscale behandeling van verschillende vormen van financiering die distorsies kunnen creëren. Zo zouden verschillen in de fiscale behandeling van obligatie- en aandelenfinanciering de afhankelijkheid van ondernemingen van obligatie- en bankfinanciering kunnen vergroten. Voorts zouden verschillen in de lidstaten in de definitie van obligatie en aandeel en de fiscale behandeling ervan, inclusief met betrekking tot eigenvermogensinstrumenten, een gelijk speelveld kunnen hinderen, de markten kunnen fragmenteren en mogelijkheden voor winstverschuiving kunnen creëren.

Ten slotte is het verkrijgen van financiering speciaal voor starters moeilijk omdat zij niet over de zekerheid en de bewezen staat van dienst beschikken die aanbieders van financiering kunnen geruiststellen. Het is echter waarschijnlijker dat startende ondernemingen innovaties

---

<sup>36</sup> Verordening 1346/2000 betreffende insolventieprocedures zal in 2015 door een verbeterd rechtsinstrument worden vervangen.

<sup>37</sup> Werkdocument van de diensten van de Commissie (2014) 61 final.

<sup>38</sup> Aanbeveling van de Commissie C(2014) 1500.

<sup>39</sup> Voortbouwend op de groenboekraadpleging van 2010 is op 16 februari 2012 het witboek "Een agenda voor adequate, veilige en duurzame pensioenen" aangenomen. In het witboek wordt de stand van zaken opgemaakt inzake de uitdagingen met betrekking tot de toereikendheid en houdbaarheid van de pensioensystemen en worden een reeks beleidsmaatregelen op EU-niveau voorgesteld.

brengen waarmee zij grote bestaande bedrijven van hun marktpositie trachten te verdringen. De conclusie van een recente door de Europese Commissie bestelde studie<sup>40</sup> is dat het **fiscaal stimuleren van O&O-uitgaven** van jonge innovatieve ondernemingen een effectieve praktijk is.

### *Technologie*

Een belangrijke aanjager van de integratie van de kapitaalmarkten is de snelle ontwikkeling van nieuwe technologieën, die bijvoorbeeld tot de ontwikkeling van elektronische handelsplatformen, flitshandel en zogenaamde "FinTech"-bedrijven hebben bijgedragen. "Fintech" kan worden gedefinieerd als de combinatie van innovatieve financiële diensten en de beschikbaarheid van kapitaal via het gebruik van nieuwe (digitale) technologieën, zoals crowdfunding. Volgens een recent rapport zijn sinds 2008 de globale investeringen in FinTech-ondernemingen verdrievoudigd tot ongeveer 3 miljard EUR in 2013; deze trend zal zich doorzetten nu het zich laat aanzien dat de globale investeringen tegen 2018 tot 8 miljard EUR zullen groeien<sup>41</sup>.

Het Europese en nationale vennootschapsrecht heeft geen gelijke tred gehouden met de technologische ontwikkeling, bijvoorbeeld door onvoldoende **de voordelen van digitalisering te integreren**. De uitwisselingen van informatie tussen ondernemingen, aandeelhouders en overheden vinden vaak nog steeds op papier plaats. Zo kunnen bij veel ondernemingen aandeelhouders nog steeds niet elektronisch stemmen en kunnen ondernemingen zich niet Europawijd online registreren. Het gebruik van moderne technologieën op deze gebieden zou tot het verminderen van de kosten en lasten kunnen bijdragen maar ook voor meer efficiënte communicatie, vooral in een grensoverschrijdende context, kunnen zorgen.

#### *Vragen:*

23) *Zijn er mechanismen om de werking en efficiëntie van niet in dit groenboek behandelde markten met name op het gebied van de werking van de aandelen- en obligatiemarkten en liquiditeit te verbeteren?*

24) *Zijn er naar uw mening gebieden waarop het ene "rulebook" onvoldoende ontwikkeld is?*

25) *Denkt u dat de bevoegdheden van de ETA's om voor consistent toezicht te zorgen volstaan? Welke extra maatregelen betreffende toezicht op EU-niveau zouden materieel bijdragen aan het ontwikkelen van een kapitaalmarktenunie?*

26) *Zijn er, rekening houdend met vroegere ervaringen, doelgerichte wijzigingen van de regels inzake effecteneigendom die tot meer geïntegreerde kapitaalmarkten binnen de EU zouden kunnen bijdragen?*

27) *Welke maatregelen zouden kunnen worden genomen om de grensoverschrijdende stroom van zekerheid te verbeteren? Moet er worden gewerkt aan het verbeteren van de juridische afdwingbaarheid over de grenzen heen van overeenkomsten inzake zekerheid en saldering bij vroegtijdige beëindiging?*

<sup>40</sup> CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers No 52.

<sup>41</sup> <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

28) *Wat zijn de voornaamste obstakels voor geïntegreerde kapitaalmarkten als gevolg van het vennootschapsrecht, inclusief corporate governance? Zijn er doelgerichte maatregelen die tot het overwinnen ervan zouden kunnen bijdragen?*

29) *Welke specifieke aspecten van de insolventiewetten zouden moeten worden geharmoniseerd om het ontstaan van een pan-Europese kapitaalmarkt te ondersteunen?*

30) *Welke barrières rond belastingheffing zouden prioritair moeten worden bekeken om tot meer geïntegreerde kapitaalmarkten binnen de EU en een robuustere financieringsstructuur op ondernemingsniveau bij te dragen en via welke instrumenten zou dit moeten gebeuren?*

31) *Hoe kan de EU, ten voordele van geïntegreerde en efficiënte kapitaalmarkten, het best de ontwikkeling door de markt van nieuwe technologieën en bedrijfsmodellen ondersteunen?*

32) *Zijn er andere, niet in dit groenboek vermelde kwesties, die naar uw mening maatregelen vereisen om een kapitaalmarktenunie tot stand te brengen? Zo ja, om welke kwesties gaat het en welke vorm zouden dergelijke maatregelen kunnen aannemen?*

## DEEL 5: VOLGENDE STAPPEN

Op basis van het resultaat van deze raadpleging zal de Commissie nadenken over de prioritaire maatregelen die nodig zijn om tegen 2019 de bouwstenen te creëren voor een geïntegreerde, goed gereguleerde, transparante en liquide kapitaalmarktenunie voor alle 28 lidstaten. Naast het ondersteunen van marktgestuurde initiatieven, waar mogelijk, zou een EU-optreden de vorm kunnen aannemen van niet-wetgevende maatregelen, wetgeving, concurrentiehandhavingsmaatregelen en optreden tegen inbreuken, alsook landspecifieke aanbevelingen aan de lidstaten in de context van het Europees semester. De lidstaten worden aangemoedigd om na te gaan of barrières en obstakels als gevolg van nationale wetgeving en praktijken bestaan en hoe deze het best kunnen worden overwonnen.

Belanghebbende partijen wordt verzocht hun antwoorden op de vragen in dit groenboek tegen 13 mei 2015 via de **online vragenlijst** te verzenden:

[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm). Tijdens het raadplegingsproces:

- zal de Europese Commissie contact opnemen met het Europees Parlement om directe feedback van haar leden in te winnen;
- nodigt de Europese Commissie de lidstaten uit om raadplegingen en evenementen met het publiek en de nationale parlementsleden te organiseren om discussie over de kapitaalmarktenunie op nationaal niveau te bevorderen; en
- zal de Europese Commissie op transparante en evenwichtige wijze workshops organiseren om degenen die over specifieke technische expertise beschikken (zoals academici, marktdeelnemers) te raadplegen om over specifieke kwesties tot een weloverwogen oordeel te komen.

De Commissie zal in de zomer van 2015 een conferentie organiseren om de raadpleging af te sluiten. Later in 2015 zal een actieplan inzake de kapitaalmarktenunie worden gepubliceerd.