

Vergaderjaar 2014–2015

**22 112**

## **Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven van de lidstaten van de Europese Unie**

**Nr. 1964**

### **VERSLAG VAN EEN SCHRIFTELIJK OVERLEG**

Vastgesteld 6 mei 2015

De vaste commissie voor Financiën heeft een aantal vragen en opmerkingen voorgelegd aan de Minister van Financiën over de brief van 17 maart 2015 over de Kabinetsreactie op het groenboek kapitaalmarktunie» en consultatiedocumenten over securitisaties en herziening van prospectusrichtlijn (Kamerstuk 22 112, nr. 1950).

De vragen en opmerkingen zijn op 9 april 2015 aan de Minister van Financiën voorgelegd. Bij brief van 1 mei 2015 zijn de vragen beantwoord.

De voorzitter van de commissie,  
Duisenberg

De adjunct-griffier van de commissie,  
Van den Eeden

## **I Vragen en opmerkingen vanuit de fracties**

### ***Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van de VVD***

De leden van de VVD-fractie hebben kennisgenomen van de kabinetsreactie op het groenboek «Het opbouwen van een kapitaalmarktunie» en de consultatiedocumenten «Securitisaties» en «Herziening prospectusrichtlijn».

De leden van de VVD-fractie vragen zich af wat de kapitaalmarktunie nu eigenlijk is of moet worden. Wat is het eindplaatje? Wat is het doel c.q. effect dat bereikt moet worden? Het lijkt nu vooral nog op een vrij losse verzameling van punten. De leden van de fractie van de VVD kunnen zich vinden in de drie prioriteiten van de Minister, namelijk herziening van de prospectusrichtlijn, het uitwerken van het regime voor securitisaties en het aanmoedigen van alternatieve financieringsvormen, zoals kredietunies en crowdfunding. De leden van de VVD-fractie vinden dat door de Europese Commissie heldere prioriteiten moeten worden gesteld waarmee eerder dan 2019 kan worden begonnen en tegelijkertijd dat bijvoorbeeld het aanpassen van belastingstelsels niet door de Europese Commissie wordt opgepakt. De leden van de VVD-fractie zien graag een uitwerking om de interne markt te verbeteren en de focus daarop te houden. De leden van de VVD-fractie benadrukken dat herziening of nieuwe EU-regelgeving proportioneel moet zijn en dat Europese wetgeving niet moet kunnen worden voorzien van nationale koppen, waardoor de Europese wetgeving om de interne markt te versterken haar impact verliest. Kan de Minister hierop ingaan? En gaat de Europese Commissie een impactassessment en probleemanalyse doen nadat de consultatie met stakeholders is geweest?

In hoeverre is de kapitaalmarktunie afgebakend? Ook zaken als faillissementsrecht, corporate governance en belastingen worden immers mogelijk meegenomen.

Kan de Minister aangeven wat de voornaamste redenen zijn waarom bedrijven in andere delen van de wereld (buiten Europa) minder afhankelijk zijn van bancaire kredieten, zo vragen de leden van de VVD-fractie?. De leden van de VVD-fractie willen in de kabinetsreactie meer aandacht voor het beperken en verlagen van administratieve lasten, nalevingskosten, etc., zeker ook als het gaat om het opzetten van een jaarrekeningstandaard speciaal voor MKB-ondernemingen, maar ook bij de verbetering van de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van bedrijfsinformatie. Plannen voor EU-regelgeving beginnen vaak met een goede intentie, maar uiteindelijk worden het dan te veel regels en veel administratieve rompslomp. Het moet nadrukkelijk niet gaan om méér regelgeving maar om betere regelgeving en minder administratieve lasten. De Minister stelt dat hij het initiatief van de Europese Commissie om tot een echte Europese kapitaalunie te komen steunt en in beginsel positief tegenover alle ideeën uit het groenboek staat. Geldt deze positieve grondhouding op alle deelterreinen die de Europese Commissie aanstipt in haar groenboek? Welke problemen wil de Minister als eerste oplossen tijdens het Nederlandse voorzitterschap?

Wat wordt er bijvoorbeeld bedoeld met een gemeenschappelijk minimumpakket van vergelijkbare informatie voor kredietrapportage en -beoordeling?

In het groenboek en de kabinetsreactie komt vaak het woord «standaardisatie» of «gestandaardiseerd product» voor. Welke beperkingen kan dit opleveren, zeker als het gaat om het leveren van maatwerk qua

producten? Hoe ziet de Minister de balans tussen standaardisatie en innovatie? Hoe wordt hier aandacht aan besteed en hoe blijft hiervoor ruimte? Wie bepaalt deze standaarden?

Kan de Minister aangeven hoe er wordt bepaald of de door de Europese Commissie genoemde principes ook daadwerkelijk terugkomen in de voorstellen, zo vragen de leden van de VVD-fractie.

Bancaire financiering zorgt nu nog voor 80% van de kredieten. Dat moet en gaat veranderen. Het nieuwe financieren is het combineren en stapelen van verschillende vormen van financiering: crowdfunding, kredietunies, factoring, leasing, durfkapitaal, MKB-aandelen of obligaties, private investeerders én banken. Maar wellicht ook nog wel weer hele nieuwe (tussen)vormen. De leden van de fractie van de VVD willen daar ruimte voor bieden: dus géén belemmeringen en eventuele knelpunten snel oplossen. Dit kan door acties in het kader van de kapitaalmarktunie. De leden van de VVD-fractie vinden het belangrijk dat het accent komt te liggen op (alternatieve) financieringsmogelijkheden voor het MKB. Zij hebben dringend behoefte aan meer mogelijkheden voor krediet.

De insteek van het groenboek lijkt vooral gericht op het grensoverschrijdende aspect. Vrij verkeer van kapitaal is natuurlijk belangrijk, maar vooral een middel als oplossing voor een geconstateerd probleem. Voor het MKB is het echter vooral van belang de belangrijkste belemmeringen in de Europese regels weg te nemen. Bijvoorbeeld voor kredietunies, waar elk land nu nog speciaal een ontheffing van de Capital Requirements Directive (CRD) voor moet aanvragen van. De leden van de fractie van de VVD vinden het bijzonder dat kredietunies en het wegnemen van belemmeringen daarvoor geen onderdeel zijn van het groenboek. Deze leden willen de oplossing vooral zoeken in het wegnemen van belemmeringen in bestaande regelgeving in plaats van weer allemaal nieuwe regelgeving. Is de Minister bereid om in zijn reactie meer aandacht te schenken aan kredietunies, crowdfunding en het ruimte bieden aan nieuwe vormen van (alternatieve) financieringsmogelijkheden voor het MKB? Zo nee, waarom niet? Zo ja, hoe? De Minister geeft ook aan dat hij overweegt om effectievere investeringsvehikels mogelijk te maken? Waar wordt dan concreet aan gedacht?

De leden van de VVD-fractie lezen dat de Minister de komende tijd een nadere analyse zal verrichten, toezichthouders zal betrekken en marktpartijen zal consulteren (en de Tweede Kamer te zijner tijd zal informeren over een aanvullende reactie). De leden van de fractie van de VVD vinden het goed dat er een nadere analyse wordt gedaan. De leden van de VVD-fractie vinden namelijk dat een goede, gedegen analyse van de problemen feitelijk in het groenboek ontbreekt. Dit is absoluut nodig voor het onderbouwen van de gekozen oplossingen. De leden van de VVD-fractie willen nog wel weten welke marktpartijen worden betrokken? Deze leden vinden het in ieder geval belangrijk ook het MKB (MKB Nederland en ONL) worden betrokken, maar ook partijen zoals NPEX (MKB-beurs).

De leden van de VVD-fractie lezen dat de Europese Commissie van mening is dat de effectiviteit van kapitaalmarkten vergroot kan worden door toezichtconvergentie tussen nationale toezichthouders. Wat bedoelt de Europese Commissie daarmee? Deze leden willen namelijk niet toe naar overdracht van bevoegdheden. De ontwikkeling van één rulebook zorgt voor een gelijk speelveld. Dit moet ook op dezelfde manier gehandhaafd worden, maar de leden van de fractie van de VVD willen niet naar een grotere rol voor de Europese toezichtinstanties toe. Welke rol ziet de Minister voor de ETA's (Europese toezichthouders) en welke vooral niet? Deze leden zijn van mening dat er allereerst aandacht zou moeten zijn

voor het «gold plating» door de lidstaten, die op enkele essentiële onderdelen van de EU-wetgeving nog steeds de ruimte laten voor de toevoeging van vereisten. Deze veroorzaken verschillen en een ongelijk speelveld. Ook in het groenboek wordt dit geconstateerd. Hoe kan dit vormgegeven worden? Kan hier in de kabinetsreactie ook meer aandacht aan worden besteed? Zo nee, waarom niet? Zo ja, hoe? Wat zijn volgens de Minister de grootste barrières om toe te treden op de kapitaalmarkt? En hoe wordt voorkomen dat de toezichthouders naast het toezicht houden op regels ook regels zelfstandig gaan interpreteren?

De leden van de VVD-fractie lezen dat de Europese Commissie aangeeft dat UCITS en AIFMD een belangrijke rol hebben gespeeld bij de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt. Waarop is deze constatering gebaseerd? Hoe is dat onderzocht? AIFMD is toch nog maar net van kracht?

#### *Kredietinformatie MKB*

De leden van de VVD-fractie begrijpen dat het verbeteren van de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van informatie die investeerders nodig hebben om tot een goed kredietwaardigheidsoordeel te komen, kan bijdragen aan het makkelijker krediet krijgen door het MKB. Deze leden vinden het daarbij wel belangrijk dat dit aansluit bij wat in het MKB al gebruikelijk is, zonder extra administratieve lasten of nalevingkosten. Hoe is dit gewaarborgd? Hoe sluiten de plannen in het groenboek aan bij de plannen van de Minister op dit punt? Bijna 13% van de aanvragen van bancaire leningen van het MKB wordt afgewezen in Europa. Hoe hoog is dit percentage in de landen c.q. de rest van de wereld?

#### *Crowdfunding*

De Minister is op verzoek van de leden van de fractie van de VVD inmiddels bereid om de investeringsgrenzen van 20.000 euro en 40.000 euro voor crowdfunding per 1 januari 2016 los te laten. Welke belemmeringen zijn er nog in de EU-regeling om meer ruimte te kunnen bieden aan crowdfunding en hoe kan dit opgelost worden? Hoe kan bijvoorbeeld de belemmering voor het MKB van de verplichting van drie jaar gecontroleerde jaarrekeningen opgelost worden? Een knelpunt is ook de verhandelbaarheid van bijvoorbeeld crowdfundingleningen. Het is wat de leden van de fractie van de VVD betreft wenselijk deze te vergroten. Welke belemmeringen moet de Europese Commissie daarvoor wegnemen?

#### *Overig*

De leden van de VVD-fractie lezen in het groenboek een passage over het kapitalisatiestelsel voor de pensioenvoorziening. In de kabinetsreactie staat hierover niets opgenomen. Waarom niet? Waarom is hierover een passage opgenomen in het groenboek? Welke plannen zijn er c.q. zitten er achter deze passage? De leden van de VVD-fractie lezen in het groenboek: «Dit doet de vraag rijzen of de invoering van een gestandaardiseerd product, bijvoorbeeld via een pan-Europese of «29e» regeling, waardoor obstakels voor grensoverschrijdende toegang worden opgeheven, de eengemaakte markt voor individuele pensioenvoorziening zou kunnen versterken.» Wat zijn hiervan de gevolgen voor het Nederlandse pensioensstelsel? Pensioenen zijn wat de leden van de fractie van de VVD betreft allereerst een nationale aangelegenheid. Voor pensioenfondsen moet ook geen dwang of drang aan de orde zijn als het gaat om langetermijninvesteringen. De leden van de fractie van de VVD vinden het vooral belangrijk

dat pensioenuitvoerders kiezen voor rendement in plaats van een bepaald type investering.

De Minister pleit voor een gestandaardiseerd product. Deze leden zijn daar geen voorstander van. Kan de Minister aangeven wat hij precies bedoelt?

De leden van de VVD-fractie lezen: «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.» Is er een effectieve mate van consumentenbescherming? Pleit men daarvoor? Wat bedoelt men precies?

De leden van de VVD-fractie lezen dat de Minister het met de Europese Commissie eens is dat op de lange termijn gekeken moet worden naar de mogelijke barrières die voortvloeien uit het vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht. De Minister geeft aan dat dit uiteraard met inachtneming van de nationale competenties is. Belastingen zijn volgens de leden van de fractie van de VVD sowieso een nationale bevoegdheid. Wat zijn de nationale competenties op deze terreinen volgens de Minister en hoe kijkt de Minister daar richting de toekomst naar? Hoe kunnen met inachtneming van de nationale competenties barrières worden weggenomen? Welke barrières zijn er eigenlijk? Welke zaken is de Minister bereid om eventueel Europees te regelen? En welke niet?

Wat bedoeld de Europese Commissie met «de Commissie zal in een later stadium de noodzakelijke maatregelen nemen als discriminerende regels en discriminerende belastingstelselregels met betrekking tot grensoverschrijdende beleggingen door levensverzekeringsmaatschappijen en door pensioenfondsen in vastgoed worden vastgesteld?» En wat bedoeld de Europese Commissie met «ook de werkzaamheden met betrekking tot het vereenvoudigen van de procedures voor posttransactionele bronbelastingvermindering gaan voort» (beide zinnen op pagina 28 van het groenboek)?

De leden van de VVD-fractie hebben begrepen dat Nederlandse banken die bijvoorbeeld in Duitsland opereren, zoals ING, en daar spaargeld ophalen, dat gedwongen door Duitse regelgeving ook in Duitsland moeten houden. Dat is een beperking waardoor er dus geen sprake van sprake van vrij verkeer van kapitaal. Is de Minister bereid om aan deze problematiek aandacht te besteden in de kabinetsreactie? Zo nee, waarom niet?

De leden van de VVD-fractie lezen in het groenboek dat private equity en durfkapitaal een belangrijke rol spelen als financieringsalternatief in de Europese economie. De leden van de fractie van de VVD zijn het daarmee eens, en willen dit ook de ruimte geven. Welke mogelijkheden ziet de Minister om deze onderdelen verder te stimuleren? Welke belemmeringen zijn er op dit moment in de Nederlandse en/of Europese regelgeving?

De leden van de VVD-fractie vragen of de Minister voornemens is om bepaalde zaken tijdens het Nederlandse voorzitterschap al verder te concretiseren? Zo ja, aan welke onderwerpen denkt de Minister dan?

#### *Prospectusrichtlijn*

De leden van de VVD-fractie steunen een herziening van de prospectusrichtlijn, die erop is gericht de financiering voor bedrijven, met name het MKB, te vergemakkelijken. Het doel moet zijn dat het minder lang duurt,

minder complex en minder duur wordt, en meer aansluit bij zaken die al zijn geregeld voor het MKB. De leden van de fractie van de VVD vinden dat de Minister in de kabinetsreactie ook al concrete aanpassingen voor de prospectusrichtlijn voor moet stellen. Welke concrete aanpassingen wil de Minister voorstellen? Denkt zij er bijvoorbeeld aan de reikwijdte van de prospectusplicht (met uitzonderingen en vrijstellingen) aan te passen?

MKB-aandelen en -obligaties zijn een belangrijke bron van eigen vermogen, waar het MKB juist nu behoefte aan heeft. Om het aantrekkelijker te maken voor het MKB moeten de kosten omlaag. Hoe kan dat volgens de Minister gerealiseerd worden?

Hoe kijkt de Minister naar het verhogen van de vrijstellingsgrenzen (in Nederland 2,5 miljoen euro per effect, in veel andere landen 5 miljoen euro per effect)? Welke mogelijkheden ziet de Minister hiertoe?

Wat is de huidige vrijstellingsgrens? En kan deze opgehoogd worden naar 10 miljoen euro? Zo nee, waarom niet? Welke mogelijkheden ziet de Minister om te komen tot een verlicht prospectusregime voor het MKB? In het kader van een verlicht prospectusregime voor het MKB heeft de Minister aan de leden van de fractie van de VVD toegezegd in het kader van de prospectusrichtlijn te zullen kijken of de goedkeurende verklaring, welke nu wordt opgelegd aan MKB-bedrijven bij uitgiftes boven de 2,5 miljoen euro, kan worden vervangen door een samenstellingsverklaring welke is afgetekend door de accountant, wat MKB'ers gezien hun grootte meer gewend zijn. Hoe is deze toezegging terug te vinden in de kabinetsreactie? Is de Minister bereid om dit punt in de kabinetsreactie te adresseren? Zo nee, waarom niet?

Welke belemmeringen moeten er nog meer weggenomen worden om aandelen en obligaties aantrekkelijker te maken voor het MKB? Is de Minister ook bereid nog eens verder naar de nationale prospectuskosten (o.a. toezichtkosten) te kijken als mogelijke belemmering?

### *Securitisaties*

De leden van de VVD-fractie zijn voorstander van de ontwikkeling van een Europese markt voor securitisaties van hoge kwaliteit. Securitisaties dragen bij aan het beter spreiden van risico's en er ontstaat daardoor ruimte op de balans bij banken, die weer kan worden gebruikt voor nieuwe kredieten. Deze leden steunen dan ook het versterken en vergroten van de Europese securitisatiemarkt.

De Europese Commissie onderkent het belang van dit onderscheid in kwaliteit van securitisaties. Ook hier geldt het belang van een gelijk speelveld. Als afspraken over standaardisatie en transparantie van securitisaties bijvoorbeeld worden gekoppeld aan kapitaaleisen die meer in lijn zijn met de kapitaaleisen van vergelijkbare producten (onverpakte leningen, Covered Bonds), dan kan dit bijdragen aan een opleving van securitisatiemarkten en daarmee aan de financiering van de reële economie.

Het doel moet uiteindelijk zijn om securitisaties van hoge kwaliteit en private placement te ondersteunen. Om dit te bewerkstelligen moet de Europese Commissie bestaande wetgeving (met name via kapitaaleisen en prospectus richtlijn) nu herzien. Welke wijzigingen zijn hiervoor nodig? Wanneer kunnen deze wijzigingen doorgevoerd worden?

Ook wordt aangegeven dat securitisaties die aan de criteria «eenvoudig», «transparant» en «gestandaardiseerd» voldoen in aanmerking zouden kunnen komen voor een gunstiger prudentiële behandeling. Kan de Minister al concreet aangeven waaraan hier gedacht wordt? Waarom richt

het kabinet zich in de kabinetsreactie op voorhand alweer op zaken als een niet-passende relatieve behandeling en eenzijdige voorkeur voor securitisaties? De leden van de fractie van de VVD steunen het feit dat de Minister meer specifiek wil laten kijken naar de rol van securitisaties voor het MKB.

### ***Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van de PvdA***

De leden van de PvdA-fractie hebben met interesse kennisgenomen van de kabinetsreactie op het groenboek kapitaalmarktunie. De genoemde leden denken dat een verdere ontwikkeling van een echte Europese kapitaalmarktunie een belangrijke stap kan zijn richting een meer gediversifieerde financiering van het bedrijfsleven, en dat is met name voor het midden- en kleinbedrijf belangrijk. De leden van de PvdA-fractie hebben de volgende vragen.

De leden van de PvdA-fractie vragen wat de grote verschillen in kapitaalmarktontwikkelingen binnen de EU betekenen voor de vorming van een kapitaalmarktunie? Worden naast het wegnemen van barrières nog gerichte initiatieven genomen om de achterblijvende kapitaalmarkten aan te pakken en de onderliggende financiële infrastructuur in sommige lidstaten te verbeteren?

Zal de kapitaalmarktunie naar verwachting leiden tot een netto toename van de beschikbare financiering voor Nederlandse kredietvragers? Of is het ook denkbaar dat Nederlandse verstrekkers vooral in het buitenland zullen uitbreiden en Nederland met zijn diepe kapitaalmarkt een achteruitgang zal ervaren?

De leden van de PvdA-fractie vragen wat de Europese Commissie precies bedoelt met de observatie, dat aandelenmarkten een voorkeur hebben voor de thuismarkt, en wat betekent dit voor de kapitaalmarktunie?

In het aanvullend actieplan MKB-financiering (Kamerstuk 32 637, nr. 147) is aandacht voor standaardisering van kredietinformatie; de leden van de PvdA-fractie vragen of het klopt, dat kredietinformatie over het MKB doorgaans in het bezit is van banken? In hoeverre kunnen MKB-ondernemers vrijelijk over deze gegevens beschikken en welke mogelijkheden hebben MKB-ondernemers om deze informatie te gebruiken voor het aantrekken van andere financiering dan van de bank? De leden van de PvdA-fractie vragen welke initiatieven door de Europese Commissie momenteel onderneemt met betrekking tot credit scoring?

De leden van de PvdA-fractie denken dat alternatieve financieringsvormen zoals kredietunies een belangrijke bron van financiering voor het MKB kunnen worden en daarom is zij mede-indiener van een wetsvoorstel die het opstarten van kredietunies gemakkelijker maakt. De leden van de PvdA-fractie zijn blij dat de Europese Commissie in het groenboek het belang van alternatieve financieringsvormen onderstreept en wil vergemakkelijken. De genoemde leden vragen of de van een kredietunie starkapitaalmarktunie ook beoogt te komen tot een gemeenschappelijk kader voor de regulering van alternatieve financieringsvormen zoals crowdfunding en kredietunies? En zou de regering voorstander zijn van een dergelijk gemeenschappelijk kader?

De leden van de PvdA-fractie zien de voordelen van securitisatie, maar vragen of er naar de mening van de regering nu voldoende aandacht is voor het inbouwen van checks en balances om nieuwe problemen met securitisatie binnen de kapitaalunie te voorkomen?

De leden van de PvdA-fractie vragen hoe hypotheeken zullen worden behandeld binnen de kapitaalmarktunie? Zal de relatieve risicoweging van hypotheeken vergelijkbaar blijven zoals nu het geval is bij de Nederlandse banken?

Sinds 2008 bestaat de verplichting tot het centraal clearen van derivaten via centrale tegenpartijen (CCP's); de leden van de PvdA-fractie vragen of de Europese Commissie aandacht heeft voor de noodzaak een kader op te stellen voor herstel- en afwikkeling voor CCP's, en kunnen op korte termijn voorstellen van de Commissie worden verwacht?

### ***Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van de SP***

De leden van de SP-fractie hebben met belangstelling kennisgenomen van het groenboek Kapitaalmarktunie, de consultatiedocumenten over securitisaties en herziening prospectusrichtlijn, en de kabinetsreactie op dit groenboek en deze documenten. Deze leden hebben de volgende vragen en opmerkingen over dit initiatief en de daarbij behorende stukken.

De Europese Commissie wil de reële economie minder afhankelijk maken van banken gezien de rol van banken in de financiële crisis, constateren deze leden. Om die reden zou het aangaan van leningen op de kapitaalmarkten moeten worden gestimuleerd. Deze leningen worden ondergebracht in securitisaties. De Europese Commissie geeft vervolgens aan welke voordelen deze securitisaties hebben en hoe veilig ze zullen zijn.

Kan de Minister aangeven of er volgens hem ook risico's verbonden zijn aan deze securitisaties? Zo ja, welke? Wat vindt de Minister van de gemaakte afspraken over risk retention? Vindt de Minister het een goed idee om af te spreken dat de bank een verticale tranche moet aanhouden? Hoe groot moet die tranche volgens hem zijn en waarom?

Wat is de definitie van een «good securitisation»? Wanneer is een securitisatie als «goed» en «veilig» aan te merken? De leden van de SP-fractie willen graag een zo concreet en precies mogelijke definitie en duidelijke criteria waaraan moet zijn voldaan wil men van een goede en veilige securitisatie spreken.

In hoeverre wordt er gebruik gemaakt van credit enhancements bij securitisaties?

Wat is de rol van investeringsbanken bij de ontwikkeling en productie van deze securitisaties? Hoe verhoudt deze rol van investeringsbanken zich met de stelling van de Europese Commissie dat banken een minder grote rol dienen te krijgen bij kredietverstrekking? In hoeverre worden de kredietrisico's verschoven van banken naar pensioenfondsen en andere non-bancaire instellingen? Voor zover dit gebeurt, is de Minister het eens met de stelling dat het risico met deze verschuiving niet verdwijnt, maar elders binnen het financiële systeem weer opduikt, met alle gevolgen van dien?

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

Zijn er nationale beste praktijken bij de ontwikkeling van eenvoudige en transparante securitisaties die kunnen worden gedeeld?

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



### **Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van het CDA**

Een belangrijke doelstelling van de kapitaalmarkt unie is dat het MKB minder afhankelijk wordt van banken in hun mogelijkheid tot financiering. De Minister stelt terecht om het traject van Nederlandse en Europese verbreding van financiering mogelijkheden voor het MKB naast elkaar te laten bestaan. De leden van de fractie van het CDA vragen zich af hoe de Minister de afstemming tussen beide trajecten ziet.

Om consistente toepassing van Europese wetgeving te realiseren dicht de Minister ESAs een centrale rol toe. De leden van de CDA-fractie vragen zich af welke rol Eurocommissaris Timmermans hierin speelt? Het wegnemen van overbodige regelgeving en het consistent toepassen van bestaande regels kan op zichzelf al een grote bijdrage leveren aan een beter functionerende kapitaalmarkt.

Zowel de Europese Commissie als de Minister geven het belang van securitisaties aan in het in beweging brengen van kapitaal binnen de kapitaalmarkt unie. De leden van de CDA-fractie delen het standpunt van de Minister dat securitisaties eenvoudig en transparant moeten zijn, dit is van groot belang om ze inzichtelijk te maken voor het MKB waar vaak niet de expertise en middelen in huis zijn om zeer complexe financiële producten te doorgronden. De leden van de fractie van het CDA roepen de Minister op hier waakzaam te zijn zodat we niet de zelfde fouten maken zoals voor de crisis, door het toestaan van ondoorzichtelijke producten die zwerfen binnen de mondiale financiële markten, telkens verder worden opgetuigd en uiteindelijk dusdanig ondoorzichtig zijn zodat ze leiden tot grote problemen voor financiële instellingen. De leden van de CDA-fractie stellen zich voor dat er een soort van credit rating van «Kapitaalmarkt Unie securitisaties» wordt ontwikkeld. Hoewel de Minister stelt dat securitisaties uitgegeven moeten worden door banken is het doel van de kapitaalmarkt unie het aanboren van alternatieve financiële bronnen. Juist voor alternatieve financiële instellingen zijn securitisaties interessant omdat zo een groot aantal financiële producten gebundeld kan worden tot een «schijnbaar» overzichtelijk product dat eenvoudig is te verhandelen op de kapitaalmarkt. Hierin schuilt volgens de leden van de fractie van het CDA het gevaar van het gebruik van securitisaties in de vorming van de kapitaalmarkt unie. Securitisaties worden uitgevoerd door financiële instellingen, niet zijnde banken, de inhoud van deze producten kunnen hierdoor zeer divers zijn en dus ondoorzichtig.

Een belangrijk element waarbij rekening is te houden in de vorming en harmonisering als gevolg van de kapitaalmarkt unie is taal. De leden van de CDA-fractie delen de mening van de Minister dat het aanpassen van de prospectusrichtlijn in het belang is van het aantrekken van financiering. Echter de Europese Commissie geeft nadrukkelijk aan dat het gaat om grensoverschrijdende financiering. Het component van taal heeft hierbij zeker voor het MKB van groot belang. Wanneer krediet verstrekking voor het MKB in Spanje vanuit bijvoorbeeld Duitsland plaatsvindt, in welke taal wordt de prospectus dan opgesteld? In de context van het begrijpelijker maken van de prospectus (de Minister noemt bv legalistische teksten) en het doel grensoverschrijdende producten te vereenvoudigen is het component taal essentieel.

Standaardisering van de boekhouding in de context van kredietinformatie overzichtelijk maken. Hierbij is rekening te houden met verschillende zeer uiteenlopende nationale wetgeving, zoals privacywetgeving, administratieve lasten en kredietregistratiesystemen. Grensoverschrijdende standaardisering vergt vergaande Europese voorschriften, waarbij rekening gehouden moet worden op harmonisatie van het ondernemers-

recht. Het initiatief tot standaardisering kan dus verstrekkende juridische gevolgen voor nationale systemen hebben. De leden van de fractie van het CDA delen het belang van kredietinformatie, maar de vraag is hoe dit te bereiken in grensoverschrijdende «Standaard Business Reporting» zonder nationale stelsels te veel geweld aan te doen? Het wegnemen van barrières die voortvloeien uit het vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht. De Minister noemt bijvoorbeeld de ontwikkeling van een jaarrekeningstandaard. De leden van de CDA-fractie delen de mening van de Minister dat het wegnemen van barrières uit bovengenoemd recht, maar het subsidiariteitsbeginsel dient hierbij nadrukkelijk in acht genomen te worden. De Minister noemt dit in acht neming van nationale competenties, maar subsidiariteit gaat verder, niet zozeer een nationale competentie, maar de leden van de CDA-fractie vragen zich af of het niet beter is geregeld op nationaal niveau.

In het groenboek van de Europese Commissie stelt de Europese Commissie dat de verschillende belastingstelsels in de lidstaten de ontwikkeling van een één gemaakte kapitaalmarkt kunnen belemmeren (p. 28). De leden van de fractie van het CDA trekken hieruit de conclusie dat om een goed functionerende kapitaalmarkt unie te realiseren het Nederlandse belastingsysteem op voorschriften van de Europese Commissie aangepast zal moeten worden. De Minister maakt hierover geen notie in zijn brief, echter hij stelt wel dat de vorming van de kapitaalmarkt unie binnen de competenties van de EU moet blijven. De leden van de CDA-fractie vragen zich af of de competenties van de EU dan uitgebreid moeten worden om de kapitaalmarkt unie te realiseren. Aangezien dit niet wenselijk is zal als oplossing naar bilaterale belastingverdragen gekeken moeten worden, dit maakt de vorming van de kapitaalmarkt unie echter zeer complex. De leden van de CDA-fractie vragen het kabinet duidelijkheid te verstrekken over de invloed van de kapitaalmarkt unie op het Nederlandse belastingstelsel.

Best practices is een belangrijk element in het harmoniseren van verschillende Europese stelsels. Nederlandse krediet unies als best practices, gaan deze dan ook dienen voor buitenlandse financieringsprojecten? Daarnaast vragen de leden van de fractie van het CDA zich af of de Minister iets ziet in een Europese variant van de Nederlandse Investeringsinstelling? Tevens vragen deze leden zich af hoe de Financial Transaction Taks (FTT) zich verhoudt tot de kapitaalmarkt unie. Geldt de FTT ook voor transacties die door MKB-ers wordt gemaakt binnen de kaders van de kapitaalmarkt unie?

In de brief stelt de Minister dat de Europese Unie de interne markt voor diensten moet vervolmaken (sociale consequenties?) en zich moet blijven inzetten voor multilaterale vrijhandelsverdragen met de VS, Canada en Japen. De leden van de CDA-fractie vragen zich af of de kapitaalmarkt unie dus ook onderdeel uitmaakt van TTIP? Gaan Nederlandse alternatieve financiële bronnen dan het Amerikaanse MKB financieren? Tevens noemt de Minister dat er geen barrières opgeworpen moeten worden voor Europese beleggers buiten Europa, het lijkt de leden van de CDA-fractie aannemelijk dat dit dan ook de andere kant op geldt. Hoe zit het met strategische sectoren binnen en investeringen van buiten Europa?

In het groenboek van de Europese Commissie legt de Europese Commissie een link tussen de nationale pensioen voorzieningen en het kapitalisatiestelsel. Hierbij wordt de opmerking gemaakt over gestandaardiseerde producten en een «één gemaakte markt voor individuele pensioenvoorzieningen» (p.19). Als dit betekent dat er naar een uniform pensioensysteem wordt gewerkt onder de noemer van de kapitaalmarkt unie is dit absoluut onwenselijk volgens de leden van de CDA-fractie. Deze

leden vragen de Minister duidelijkheid te scheppen over de invloed van de vorming de kapitaalmarkt unie op het Nederlandse pensioenstelsel?

### ***Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van de PVV***

De leden van de PVV-fractie hebben kennisgenomen van de kabinetsreactie op het groenboek kapitaalmarktunie en consultatiedocumenten over securitisaties en herziening van prospectusrichtlijn.

Naar aanleiding van het genoemde punt brengt deze fractie het volgende naar voren.

#### *Kapitaalmarktunie*

De leden van de PVV-fractie merken allereerst op dat met het oprichten van de kapitaalmarktunie opnieuw soevereiniteit wordt afgestaan aan Brussel. Naar aanleiding hiervan willen de leden van de PVV-fractie weten waar de Minister precies de grens trekt met betrekking tot het steeds verder afstaan van soevereiniteit aan de EU.

Verder stellen de leden van de PVV-fractie vast dat de Minister aangeeft dat het ruimte ziet de Nederlandse en Europese trajecten omtrent het verdiepen en verbreden van financieringsmogelijkheden naast elkaar te laten bestaan. Kan de Minister precies omschrijven op welke wijze deze trajecten naast elkaar zullen bestaan?

Ook merken de leden van de PVV-fractie op dat de Minister aangeeft dat een aantal van de prioriteiten van de Minister onder Nederlands voorzitterschap zou kunnen worden (uit)onderhandeld. De leden van de PVV-fractie vragen om de inzet van de Nederlandse regering.

Voorts willen de leden van de PVV-fractie weten wat het oprichten van de kapitaalmarktunie Nederland zal kosten. In hoeverre zal dit tevens administratieve lasten voor Nederlandse bedrijven met zich meebrengen en hoe hoog zullen deze zijn?

Daarnaast willen de leden van de PVV-fractie weten welke hervormingen er in Nederland precies nodig zullen zijn als gevolg van het oprichten van de kapitaalmarktunie.

Daarnaast vragen de leden van de PVV-fractie naar een tijdlijn waarin wordt aangegeven welke maatregelen er precies getroffen zullen worden in aanloop naar de kapitaalmarktunie in 2019.

De leden van de PVV-fractie merken verder op dat de Europese Commissie een gemeenschappelijke kapitaalmarkt wil creëren voor alle lidstaten door o.a. barrières voor grensoverschrijdende investeringen weg te nemen. De leden van de PVV-fractie vragen naar een overzicht van de genoemde barrières. Met welke barrières heeft Nederland precies te maken?

Voorts stellen de leden van de PVV-fractie vast dat de Europese Commissie constateert dat de kapitaalmarkt in de Europese Unie «onderontwikkeld» is, zeker in vergelijking met andere landen zoals de Verenigde Staten. Kan de Minister hier nader op ingaan? In hoeverre is de Minister in het verlengde hiervan van mening dat de kapitaalmarkt in Nederland onderontwikkeld is?

#### *Securitisaties*

Voorts merken de leden van de PVV-fractie op dat er wat deze Minister betreft gekeken kan worden of – bij vergelijkbaar kredietrisicoprofiel – voor securitisaties die voldoen aan de additionele criteria op het terrein

van eenvoud, transparantie en standaardisatie, andere kapitaaleisen zouden kunnen gelden ten opzichte van securitisaties die hier niet aan voldoen. De leden van de PVV-fractie vragen de Minister om hier nader op in te gaan. Op wat voor soort kapitaaleisen doelt de Minister?

Daarnaast vragen de leden van de PVV-fractie op welke wijze voorkomen zal worden dat het korte termijn traject voor wat betreft een Europese markt voor securitisaties van hoge kwaliteit zal botsen met de eerder aangescherpte prudentiële maatregelen voor securitisaties.

#### *Prospectusrichtlijn*

Vervolgens stellen de leden van de PVV-fractie vast dat de Europese Commissie aangeeft dat het huidige raamwerk m.b.t. prospectusvereisten als een barrière wordt gezien en niet effectief is om toegang tot de kapitaalmarkt te verkrijgen. De leden van de PVV-fractie vragen te motiveren waarom het huidige raamwerk als een barrière wordt gezien.

#### *Overig*

Daarnaast merken de leden van de PVV-fractie op dat de Minister het eens is met de Europese Commissie dat op de lange termijn gekeken moet worden naar mogelijke barrières die voortvloeien uit het vennootschaps-, faillissements- en belastingrecht. De leden van de PVV-fractie vragen de Minister hier nader op in te gaan. In hoeverre is het kabinet voorstander van een Europese harmonisatie voor wat betreft vennootschaps-, faillissements- en belastingrecht?

#### **Vragen en opmerkingen van de leden van de fractie van D66**

De leden van de D66-fractie hebben kennisgenomen van de kabinetsreactie op het groenboek van de Europese Commissie over het opbouwen van een kapitaalmarktunie en de kabinetsreactie op de consultatiedocumenten over securitisaties en de herziening van de prospectusrichtlijn. Deze leden zijn voorstander van een verdere ontwikkeling van de kapitaalmarkt in de Europese Unie als aanvulling op bankfinanciering, waar de Europese economie nu grotendeels van afhankelijk is. Met name het wegnemen van drempels voor MKB-financiering op de kapitaalmarkt door verbetering van de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van bedrijfsinformatie juichen deze leden toe. Dit kan helpen informatieproblemen weg te nemen. Deze leden zien de concrete voorstellen van de Europese Commissie graag tegemoet en hebben nog enkele vragen voor de Minister.

De leden van de D66-fractie vragen of de Minister een nadere (kwantitatieve) toelichting kan geven op de ontwikkeling die centrale tegenpartijen, CCP's, hebben doorgemaakt sinds 2008?

De leden van de D66-fractie zien dat securitisaties bij kunnen dragen aan het spreiden van risico's en het daarmee bereiken van gediversifieerde investeringsportfolio, maar achten het zeer van belang dat de complexiteit beheerst wordt. Het is dan ook goed dat de Europese Commissie in beginsel streeft naar eenvoud en transparantie, maar dit wordt uiteindelijk bepaald door de criteria die hieraan verbonden worden. Deze leden vragen de Minister om de Kamer te informeren op het moment dat deze criteria meer vorm krijgen.

Ten aanzien van de prospectusrichtlijn vragen de leden van de D66-fractie hoe de Nederlandse eisen en de Nederlandse vrijstelling voor kleine uitgiftes zich verhouden tot andere Europese lidstaten? Heeft Nederland

op specifieke punten significant strengere regelgeving? Deze leden zijn voorstander van een meer gedifferentieerde aanpak, bijvoorbeeld door een apart regime voor het MKB. Deze leden lezen dat de Minister benadrukt dat een apart regime voor het MKB niet ten koste mag gaan van adequate beleggersbescherming en vragen of de Minister kan bevestigen dat er ruimte is voor een gedifferentieerde aanpak, zonder deze andere doelstelling van de prospectusrichtlijn uit het oog wordt verloren.

### **Vragen en opmerkingen van de fractie van de ChristenUnie**

De leden van de ChristenUnie-fractie hebben kennisgenomen van de kabinetsreactie op het groenboek kapitaalmarktunie en de consultatiedocumenten over securitisaties en herziening prospectusrichtlijn. Zij willen de Minister hierover enkele vragen voorleggen.

De leden van de ChristenUnie-fractie vragen of de voorstellen voor een kapitaalmarktunie volgens de Minister inderdaad zullen leiden tot een verdere verbreding van de financieringsmogelijkheden voor projecten en ondernemers in Nederland, met name voor het MKB. Kan de Minister hierbij concrete voorbeelden noemen van financieringsmogelijkheden waar het Nederlandse MKB baat bij kan hebben? Hoe kan het verbeteren van de kredietinformatie leiden tot meer financieringsmogelijkheden voor het MKB?

De leden van de ChristenUnie-fractie vragen welke kansen en risico's de Minister ziet voor private placements in Nederland? Maken Nederlandse bedrijven ook al veel gebruik van deze onderhandse leningen? Zo ja, wat zijn hierbij de ervaringen? Zo nee, waarom niet?

De leden van de ChristenUnie-fractie vragen of de Minister kan toelichten hoe de financiële stabiliteit van de EMU-landen en de EMU als geheel verbetert door het integreren van kapitaalmarkten. Genoemde leden vragen welke risico's de Minister ziet bij het verder integreren van de Europese kapitaalmarkten. De leden van de ChristenUnie-fractie vragen in dit verband ook naar de plannen van de Europese Commissie voor het ontwikkelen van een raamwerk voor herstel en afwikkeling van centrale tegenpartijen. Wat houden deze plannen in? Is het de bedoeling dat er een afwikkelingsfonds komt en zo ja, waar wordt het risico neergelegd?

De leden van de ChristenUnie-fractie vragen wat de Minister vindt van de voorstellen van de Europese Commissie over securitisaties. Vindt hij het wenselijk om meer differentiatie toe te passen tussen verschillende securitisaties waarbij eenvoudige securitisaties in aanmerking kunnen komen voor een gunstiger prudentiële behandeling? Wordt hiermee niet juist een stap terug gezet ten opzichte van de aangescherpte prudentiële maatregelen?

De leden van de ChristenUnie-fractie constateren dat het kabinet het met de Europese Commissie eens is dat op de lange termijn gekeken moet worden naar mogelijke barrières die voortvloeien uit het vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht. Wat wordt hiermee bedoeld?

## **II Reactie van de Minister**

### *Algemeen*

*De leden van de fracties van de VVD vragen naar hetgeen de kapitaalmarktunie beoogt te bereiken en hoe de kapitaalmarktunie is afgebakend. De kapitaalmarktunie moet bijdragen aan een verdere integratie van*

kapitaalmarkten in Europa en een verbreding en verdieping van de financieringsmogelijkheden voor projecten en ondernemers die nu nog in belangrijke mate afhankelijk zijn van bankfinanciering. Hiermee zou de kapitaalmarktunie moeten bijdragen aan groei en werkgelegenheid in Europa en kunnen beter geïntegreerde kapitaalmarkten bijdragen aan een meer schokbestendige monetaire unie. Op basis van de reacties op het groenboek zal de Europese Commissie trachten vast te stellen welke maatregelen nodig zijn om dit te bewerkstelligen.

*De leden van de fractie van de VVD vragen of de positieve houding van het kabinet zich verhoudt tot alle ideeën uit het groenboek.* Het kabinet staat in beginsel positief tegenover de doelstellingen van de Europese Commissie om te komen tot een Europese kapitaalmarktunie, waarmee de toegang tot financiering wordt verbeterd, financieringsmogelijkheden worden verbreed en de werking van markten wordt verbeterd. Het betreft echter nog een groenboek en op dit moment liggen er nog geen concrete voorstellen voor. De Europese Commissie zal in het najaar een actieplan presenteren, vergezeld met enkele concrete initiatieven (waarschijnlijk op het terrein van securitisaties en de prospectusrichtlijn). Het kabinet zal vervolgens ten aanzien van elk individueel initiatief een standpunt bepalen, waarbij het oog heeft voor de beginselen van subsidiariteit en proportionaliteit. Vooralsnog probeert het kabinet via de huidige consultatie van het groenboek sturing te geven aan de uitwerking van de kapitaalmarktunie.

*De leden van de fracties van het CDA en de PVV vragen op wat voor wijze de Nederlandse en Europese trajecten omtrent versterking en verbreding van de financieringsmogelijkheden naast elkaar zullen bestaan.* Het kabinet acht het van groot belang dat er in een aantrekkende economie voldoende financiering beschikbaar is voor ondernemingen met een gezond bedrijfsplan. Er is de afgelopen jaren al een groot aantal maatregelen genomen om de toegang van ondernemingen tot financiering te vergroten. Het kabinet heeft met het «Aanvullend Actieplan mkb-Financiering»<sup>1</sup> extra maatregelen genomen om het risicodragend vermogen in het mkb te versterken, het aanbod van financiering te verbreden, en de marktwerking te verbeteren. Doordat de doelstelling van de kapitaalmarktunie in belangrijke mate aansluit bij de opzet van het kabinet zoals weergegeven in de Kamerbrief over het «Aanvullend Actieplan mkb-Financiering», kunnen deze trajecten naast elkaar bestaan en elkaar waar mogelijk aanvullen.

*De leden van de fractie van de PvdA vragen of de kapitaalmarktunie naar verwachting zal leiden tot een netto toename van beschikbare financiering voor Nederlandse kredietvragers.* De Europese Commissie zet in op het vergroten van de beschikbaarheid van kapitaal voor de EU als geheel. Naar verwachting zullen initiatieven die de toegang tot financiering verbeteren, de efficiëntie van markten vergroten en bestaande barrières wegnemen ervoor zorgen dat er ook meer financiering beschikbaar komt. De Europese Commissie geeft in het groenboek ook aan dat er nog veel ruimte is voor het aantrekken van extra aandelen- en obligatiebeleggingen uit derde landen. Hiervoor doet de Europese Commissie de suggestie om in toekomstige handelsakkoorden de markten voor grensoverschrijdend vermogensbeheer open te stellen. Ook geeft de Europese Commissie aan te willen beginnen met voorbereidende werkzaamheden om te bezien hoe de interne markt voor financiële retaildiensten meer voordelen kan opleveren. Hierbij kan gedacht worden aan een grotere deelname van particuliere beleggers, wat de hoeveelheid beschikbaar kapitaal vergroot.

---

<sup>1</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 147.

Hoewel de korte termijneffecten wellicht beperkt zullen zijn, wordt wel verwacht dat door een Europese kapitaalmarktunie op de lange termijn meer financiering en meer verschillende soorten financiering beschikbaar zullen zijn, ook in Nederland.

*De leden van de fractie van de PVV vragen naar de kosten en administratieve lasten van de kapitaalmarktunie. Ook zijn de leden van de fractie benieuwd naar de concrete hervormingen en tijdslijn van de kapitaalmarktunie. Verder vragen de leden van de fractie van de VVD of de door de Europese Commissie genoemde principes ook daadwerkelijk zullen terugkomen in hun voorstellen.* Op dit moment liggen nog geen concrete initiatieven voor. Lidstaten, marktpartijen en andere geïnteresseerden zijn door de Europese Commissie middels een groenboek uitgenodigd tot verdere discussie over het te ontwikkelen beleid. Op basis van de consultatiereacties zal de Europese Commissie in het najaar een actieplan met concrete initiatieven presenteren, waarin ook een nader tijdspad zal worden geschetst. Hierin zullen ook de door de Europese Commissie genoemde principes terugkomen. Eventuele concrete initiatieven die hieruit voortvloeien zullen zoals gewoonlijk worden voorzien van een *impact assessment*. Op basis van de nadere voorstellen kan er een beeld worden gevormd van het tijdspad, de eventuele kosten en de mogelijke administratieve lasten.

*De leden van de fracties van de VVD en PVV vragen naar de inzet en de prioriteiten van Nederland voor haar komend Europees voorzitterschap.* Over de Nederlandse prioriteiten tijdens het voorzitterschap is door de Minister van Buitenlandse Zaken in januari een brief naar de Kamer gestuurd.<sup>2</sup> Over de meer specifieke inzet van Nederland op diverse dossiers die in 2016 gaan spelen, ook op het gebied van de kapitaalmarktunie, zal het kabinet in het najaar een brief aan uw Kamer toezenden. Op dat moment is er ook een beter beeld welke dossiers al dan niet door het Luxemburgs voorzitterschap zullen worden afgerond en welke voorstellen de Europese Commissie nog zal indienen. Hierover zal het kabinet vervolgens uiteraard in overleg treden met uw Kamer.

*De leden van de fractie van de VVD vinden het goed dat er een nadere analyse wordt gedaan en vragen zich af welke marktpartijen bij de consultaties worden betrokken.* In context van de verschillende consultatietrajecten is door de betrokken departementen met zoveel mogelijk verschillende relevante partijen gesproken, waaronder vertegenwoordigers van het mkb, banken, pensioenfondsen, verzekeraars, vermogensbeheerders, handelsplatformen, toezichthouders en (institutionele) beleggers. Daarnaast kunnen deze partijen vanzelfsprekend ook zelf reageren op de consultaties van de Europese Commissie.

#### *Analyse*

*De leden van de fractie van de VVD vragen naar een probleemanalyse van de Europese Commissie.* Er is een probleemanalyse gemaakt in het groenboek en het achterliggende Staff Working Document,<sup>3</sup> waarin door de Europese Commissie een aantal concrete knelpunten, prioriteiten en denkrichtingen worden genoemd. Deze zullen door de Commissie nader worden uitgewerkt bij het opstellen van het actieplan in het najaar van 2015. Verder zal er een *impact assessment* komen voor de verschillende concrete uitwerkingen van het actieplan. Vanzelfsprekend zal het kabinet aansturen op een adequate onderbouwing van de concrete initiatieven die zullen voortvloeien uit het groenboek.

<sup>2</sup> Kamerstuk 34 139, nr. A.

<sup>3</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015SC0013&from=nl>

*De leden van de fracties van de PvdA vragen of er onderlinge verschillen zijn tussen de kapitaalmarkten in lidstaten. De leden van de fractie van de PvdA zijn ook benieuwd of er gerichte initiatieven worden genomen om juist de achterblijvende kapitaalmarkten te verbeteren.* Er bestaan inderdaad verschillen in de kapitaalmarkten van de EU-lidstaten. De waarde van de binnenlandse aandelenmarkt bedroeg bijvoorbeeld meer dan 121% van het bruto binnenlands product (bbp) in het Verenigd Koninkrijk, tegenover minder dan 10% in Letland, Cyprus en Litouwen. De Europese Commissie heeft in het groenboek geen initiatieven benoemd die specifiek zijn gericht op minder ontwikkelde kapitaalmarkten. Mogelijk brengen lidstaten met dergelijke kapitaalmarkten dit aan de orde via hun reacties op de consultaties.

*De leden van de fractie van de PvdA vragen naar de voorkeur van investeerders voor de thuismarkt (de «home bias») en wat dit betekent voor de kapitaalmarktunie.* De voorkeur van investeerders voor de thuismarkt is de afgelopen decennia gestaag afgenomen. Zo is het grensoverschrijdend bezit van aandelen tussen 2001 en 2012 met 22% gestegen, mede onder invloed van hervormingen zoals MiFID<sup>4</sup> (richtlijn aangaande markten voor financiële instrumenten) en UCITS<sup>5</sup> (richtlijn aangaande instellingen voor collectieve beleggingen in effecten). Toch zijn er momenteel verschillende obstakels voor verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten in de EU. Deze vinden ondermeer hun oorsprong in historische, culturele, economische en juridische verschillen tussen landen. Om de beoogde voordelen van de kapitaalmarktunie te verkrijgen, is het noodzakelijk om de toegang tot financiering in de EU te verbeteren, de financieringsmogelijkheden in de EU te verbreden en de (grensoverschrijdende) werking van markten te verbeteren. Daarnaast spelen met name voor *retail* investeerders fysieke afstand, kennis en taal ook een rol bij de afweging van een investeringsbeslissing.

*De leden van de fracties van de VVD en PVV vragen naar toetredingsbarrières en een overzicht van de barrières voor grensoverschrijdende investeringen.* De Europese Commissie noemt in het groenboek en het achterliggende Staff Working Document een aantal mogelijke barrières voor grensoverschrijdende investeringen. Het Staff Working Document benoemt zowel barrières voor de toegang tot kapitaalmarkten, als barrières voor *retail*- en institutionele beleggers. Deze barrières hebben onder andere betrekking op verschillen in regelgeving en toepassing van toezicht op de kapitaalmarkten, gebrek aan informatie, onvoldoende geharmoniseerd vennootschapsrecht en corporate governance regelgeving, verschillen in faillissementswetgeving, verschillen in belastingwetgeving en verschillen in taal en cultuur. Deze barrières gelden volgens het Staff Working Document in de gehele Europese Unie. Lidstaatspecifieke toetredingsbarrières zijn niet geïdentificeerd, maar komen mogelijk naar voren in de reacties op de consultatie of worden nader in kaart gebracht door de Europese Commissie.

*De leden van de fractie van de VVD geven aan dat Nederlandse banken die bijvoorbeeld in Duitsland spaargeld ophalen, dit in sommige gevallen aldaar dienen aan te houden, waardoor er geen sprake zou zijn van vrij verkeer van kapitaal. De leden van de fractie vragen daarom of er in*

<sup>4</sup> Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU L 145).

<sup>5</sup> Richtlijn 2009/65/EG van het Europees parlement en de Raad van de Europese Unie van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PbEU 2009, L 302).



*reactie op de consultatie aandacht wordt besteed aan deze problematiek.* Vanuit prudentieel oogpunt kunnen (nationale) toezichhouders binnen de EU beperkingen stellen aan de mate waarin kapitaal en liquiditeit vrijelijk kan bewegen binnen grensoverschrijdende bankengroepen. Zolang deze maatregelen in lijn zijn met de afspraken in het Europese kapitaal-eisen-raamwerk (CRD-IV/CRR) en tevens proportioneel en noodzakelijk zijn vanuit het oogpunt van het waarborgen van de financiële stabiliteit, zijn deze niet strijdig met de afspraken rondom het vrije verkeer van kapitaal in de interne markt.

In juni 2014 heeft de Europese Commissie over dit onderwerp gerapporteerd aan de Raad en het Europees parlement.<sup>6</sup> Hierin erkent de Europese Commissie dat binnen de EU sprake is van het stellen van beperkingen aan de grensoverschrijdende overdracht van kapitaal en liquiditeit binnen grensoverschrijdende bankengroepen, en dat deze beperkingen niet in alle gevallen proportioneel lijken te zijn. Hierbij plaatst de Europese Commissie wel de kanttekening dat in de praktijk vaak lastig te bepalen is of toezichtmaatregelen proportioneel zijn. Ook geeft de Europese Commissie aan dat meerdere ontwikkelingen kunnen leiden tot het verbeteren van de mogelijkheden tot het verplaatsen van kapitaal en liquiditeit binnen grensoverschrijdende bankengroepen, zoals het feit dat de EU vanaf oktober 2015 geharmoniseerde liquiditeitseisen voor banken kent. Daarnaast verwacht de Commissie dat het gemeenschappelijk toezichtmechanisme (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) een positieve impuls kan geven, omdat de Europese Centrale Bank binnen het SSM-gebied nu de eerstverantwoordelijke toezichthouder is voor grensoverschrijdend opererende banken die tot voor kort nog onder toezicht stonden van twee of meer nationale toezichthouders. Daarom concludeert de Europese Commissie in dit stadium geen aanleiding te zien in het aanpassen van (Europese) wet- en regelgeving. Niettemin zal het belang van dit onderwerp in de reactie richting de Europese Commissie aangestipt worden. Grensoverschrijdend opererende bankengroepen kunnen er aan bijdragen dat kapitaal binnen de EU optimaal wordt gealloceerd. Dit is in het belang van het bereiken van de doelstellingen van de kapitaalmarktunie. Bij dit onderwerp dient tot slot ook gekeken te worden in hoeverre private afspraken (zoals bijvoorbeeld deelname aan het private additionele Duitse depositogarantiestelsel) een beperkende rol kunnen spelen.

*De leden van de fractie van de PVV vragen of de Nederlandse/Europese kapitaalmarkt onderontwikkeld is in vergelijking tot de Amerikaanse.* De Nederlandse kapitaalmarkt scoort boven het Europese gemiddelde en is volgens het kabinet niet te beschouwen als onderontwikkeld. Zowel de markten voor aandelen als voor obligaties zijn in Nederland goed ontwikkeld. Nederland en de overige Europese lidstaten zijn, in tegenstelling tot de VS, echter wel sterk afhankelijk van bankfinanciering en grensoverschrijdende investeringen blijven over de gehele Europese Unie nog achter. De maatregelen in het kader van de kapitaalmarktunie kunnen een positieve bijdrage leveren aan de verdere ontwikkeling van kapitaalmarkten in Europa.

---

<sup>6</sup> Strikt genomen zag dit rapport op beperkingen die kunnen bestaan bij het vormen van een *single liquidity sub-group*. Hierbij kan de toezichthouder – onder voorwaarden – ervoor kiezen om liquiditeitseisen alleen vast te stellen voor een (banken)groep als geheel, en dus af te zien van het stellen van liquiditeitseisen op soloniveau. Echter de commissie stipt ook bredere thema's rondom het «ringfencen» van kapitaal en liquiditeit aan in dit rapport. Zie: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:52014DC0327>

*De leden van de fractie van de VVD vragen naar de voornaamste redenen waarom bedrijven in andere delen van de wereld (buiten Europa) minder afhankelijk zijn van bankfinanciering. De mate van afhankelijkheid van bankfinanciering verschilt sterk tussen landen, zowel binnen als buiten de EU. Ook binnen de EU zijn er landen die meer marktgericht zijn en landen die meer bankgericht zijn, waarbij Nederland als iets meer marktgericht wordt gezien.<sup>7</sup> De verschillen tussen landen vinden hun oorsprong vaak in historische, culturele, economische en juridische factoren.*

*De leden van de fractie van de ChristenUnie vragen hoe de financiële stabiliteit van de Europese Monetaire Unie (EMU) verbeterd wordt door het integreren van kapitaalmarkten. Op het moment dat bedrijven makkelijker over de grens kapitaal kunnen aantrekken betekent dit dat een nationale economie minder kwetsbaar wordt voor een verslechtering van de nationale financiële sector, omdat financiering van de reële economie kan worden overgenomen door buitenlandse kapitaalverstrekkers. Het vergroten van de mogelijkheden om financiering aan te trekken zorgt tevens voor verminderde afhankelijkheid van het huidige overwicht van bancaire kredietverlening. Hiermee wordt het financiële systeem stabiel door de verminderde concentratie. Bovendien zorgt het integreren van kapitaalmarkten voor meer grensoverschrijdend aanbod en concurrentie door lagere kosten voor markttoetreding. Een ander voordeel ontstaat wanneer aandelenbezit breder verspreid wordt. Een betere spreiding van aandelen betekent immers dat verliezen over meer beleggers verspreid worden, waardoor individuele beleggers minder geraakt worden. Het integreren van kapitaalmarkten biedt o.a. hierdoor kansen voor het opvangen van asymmetrische economische schokken.*

*De leden van de fractie van de ChristenUnie hebben ook gevraagd naar risico's van het verder integreren van de Europese kapitaalmarkten. Het integreren van kapitaalmarkten biedt in de ogen van het kabinet primair kansen voor het opvangen van risico's in de vorm van asymmetrische schokken, zoals hierboven beschreven. Een grotere rol van marktfinanciering kan ook risico's met zich meebrengen, bijv. als bepaalde Europese deelmarkten zeer geconcentreerd zouden raken en dan een centrale speler in de problemen zou raken. Daarom wordt hier in internationaal verband zorgvuldig naar gekeken.*

*De leden van de fractie van de VVD vragen hoe het percentage van de mkb-aanvragen voor bancaire leningen wat door banken wordt afgewezen in EU-lidstaten zich verhoudt tot de rest van de wereld. Er zijn geen statistieken die het percentage aangevraagde bancaire leningen dat wordt afgewezen in de EU vergelijken met de rest van de wereld. Voor landen buiten de EU geldt ook dat zij vaak andere definities hanteren, waardoor cijfers niet te vergelijken zijn. Wel rapporteert de ECB in haar halfjaarlijkse *Survey on the Access to Finance of Enterprises* (SAFE) het percentage kredietafwijzingen per land. Deze data zijn ook door DNB gebruikt in haar studie «Kredietverlening en bancaire kapitaal».<sup>8</sup>*

Het percentage afgewezen kredietaanvragen is overigens niet illustratief voor de staat van de kredietverlening in een land. Hoewel bijvoorbeeld uit de cijfers van de ECB blijkt dat relatief veel kredietaanvragen van mkb'ers in Nederland worden afgewezen, krijgt slechts een klein deel van het Nederlandse mkb daadwerkelijk te maken met afwijzing van de bank. Dit laatste hangt onder meer samen met het feit dat in Nederland momenteel relatief weinig bedrijven krediet aanvragen, bijvoorbeeld omdat zij zelf

<sup>7</sup> CPB Discussion Paper 238, The changing landscape of financial markets in Europe, the United States and Japan, 2013.

<sup>8</sup> DNB Occasional Study, vol. 12, nr. 3, Kredietverlening en bancaire kapitaal, 23 april 2014.

over voldoende interne middelen beschikken. Het hoge afwijzingspercentage kan daarnaast voor een deel worden verklaard door het feit dat kredietaanvragen veelal afkomstig zijn van mkb-bedrijven met een verslechterde financiële positie.

#### *Internationaal*

*De leden van de fractie van het CDA vragen of de kapitaalmarktunie ook onderdeel uitmaakt van het trans-Atlantisch Handels- en Investeringspartnerschap (TTIP) en wat mogelijke consequenties hiervan zijn. TTIP en de kapitaalmarktunie zijn twee aparte trajecten. TTIP is een vrijhandelsverdrag tussen de EU en de Verenigde Staten wat tot doel heeft om handelsbarrières weg te nemen, terwijl de kapitaalmarktunie voornamelijk een interne EU-aangelegenheid is. De kapitaalmarktunie beoogt de interne markt beter te laten functioneren. Dat neemt niet weg dat financiële diensten en kapitaal, als onderdelen van de financiële sector, thema's zijn die ook in TTIP aan bod komen. De EU streeft er ook naar om in het kader van TTIP afspraken te maken over samenwerking op het gebied van financiële regulering.*

*De leden van de fractie van de SP zijn benieuwd welke maatregelen kunnen worden genomen om de toegang van EU-bedrijven tot beleggers en kapitaalmarkten in derde landen te vergemakkelijken. De kapitaalmarktunie richt zich op het verbeteren van de toegang van Europese bedrijven tot investeerders in het algemeen. Doel van de kapitaalmarktunie is onder meer om Europa aantrekkelijker te maken voor investeerders van buiten de EU en mogelijke barrières die investeerders uit derde landen ondervinden te adresseren.*

*De leden van de fractie van het CDA vragen welk effect de kapitaalmarktunie zal hebben op investeringen van buiten Europa in strategische sectoren in Europa. Beleid in het kader van de kapitaalmarktunie is generiek van aard en het bevorderen van toegang tot kapitaal en investeringen (al dan niet grensoverschrijdend) is dan ook een algemene doelstelling. Het groenboek gaat daarbij niet in op eventuele investeringen door partijen van buiten Europa in strategische sectoren in de Europa.*

#### *Investeringsfondsen*

*De leden van de fractie van de VVD lezen dat de Europese Commissie aangeeft dat UCITS<sup>9</sup> (richtlijn aangaande instellingen voor collectieve beleggingen in effecten richtlijn) en AIFMD<sup>10</sup> (richtlijn aangaande managers van alternatieve investeringsfondsmanagers) een belangrijke rol hebben gespeeld bij de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt en vragen waarop deze constatering is gebaseerd en hoe dat is onderzocht. UCITS IV heeft de bescherming van beleggers binnen de Europese Unie versterkt door onder andere de introductie van de essentiële beleggersinformatie. Daarnaast heeft UCITS IV een meer efficiënte interne markt voor UCITS bewerkstelligd, is de notificatieprocedure die een beheerder moet doorlopen vereenvoudigd en is het mogelijk dat een beheerder UCITS kan beheren op basis van een Europees paspoort. Verder is het mogelijk gemaakt om gebruik te maken van *master-feeder*structuren (structuren*

<sup>9</sup> RICHTLIJN 2009/65/EG VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE VAN 13 JULI 2009 TOT COÖRDINATIE VAN DE WETTELIJKE EN BESTUURSRECHTELIJKE BEPALINGEN BETREFFENDE BEPAALDE INSTELLINGEN VOOR COLLECTIEVE BELEGGING IN EFFECTEN (ICBE'S) (PbEU 2009, L 302).

<sup>10</sup> RICHTLIJN 2011/61/EU VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE VAN 8 JUNI 2011 INZAKE BEHEERDERS VAN ALTERNATIEVE BELEGGINSGINSTELLINGEN 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

waarbij het ene UCITS-fonds belegt in een ander UCITS-fonds) en zijn grensoverschrijdende fusies vergemakkelijkt. Ook heeft UCITS gezorgd voor een stevige toename van instroom van kapitaal vanuit buiten de EU. Gelet hierop kan worden gesteld dat UCITS een belangrijke rol heeft gespeeld bij de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt.

De AIFM-richtlijn voorziet in een geharmoniseerd kader voor vergunningverlening en het toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen. Verder beoogt de AIFM-richtlijn risico's op samenhangende wijze aan te pakken. De AIFM-richtlijn biedt een regelgevend kader voor beheerders van beleggingsinstellingen, niet zijnde een UCITS, die tot introductie van de AIFM richtlijn niet onder een Europees kader vielen. Door de AIFM richtlijn is derhalve een interne markt tot stand gebracht voor beheerders van beleggingsinstellingen en daardoor draagt deze richtlijn bij aan de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt.

Het totaal beheerd vermogen van de Europese vermogensbeheersector bedraagt meer dan 17 biljoen euro. De Europese Commissie wijst erop dat de markt voor UCITS sinds 1992 gegroeid is van een beheerd vermogen van 800 miljoen euro naar 6,86 biljoen euro in 2013. Aanvullend is het grensoverschrijdend bezit van dit beheerd vermogen gegroeid van 21% in 2001 naar 45% in 2012, wat een afnemende *home bias* impliceert. Gelet op het bovenstaande kan worden gesteld dat UCITS en AIFMD een belangrijke rol hebben gespeeld bij de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt.

*De leden van de fractie van de VVD vragen ook naar de concrete invulling van het mogelijk maken van effectievere investeringsvehikels. De kapitaalmarktunie poogt de werking van de markten effectiever en efficiënter te maken en vragende partijen te koppelen aan die partijen die financiering tegen de laagst mogelijke kosten kunnen aanbieden, zowel binnen lidstaten als grensoverschrijdend. In deze context zal worden gekeken naar een breed pallet aan mogelijkheden.*

In het traject voor de kapitaalmarktunie zal eveneens worden gezien welke aanvullende mogelijkheden open staan om langetermijninvesteringen in de Nederlandse en Europese economie verder te ondersteunen. Hierbij kan o.a. worden gedacht aan de zojuist opgerichte nieuwe onderdelen van de NLII (Nederlandse Investeringsinstelling), het Achtergestelde Leningenfonds (ALF) en Bedrijfsleningenfonds (BLF) voor achtergestelde leningen en deelnemingen.<sup>11</sup> Ook kan worden gedacht aan het in oprichting zijnde Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI).<sup>12</sup> Deze fondsen bieden nieuwe mogelijkheden om langetermijninvesteringen in de economie en infrastructuur te bevorderen.

*De leden van de fractie van het CDA zijn benieuwd of er gekeken wordt naar een Europese «variant» van de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII). De NLII heeft tot doel de groei van de Nederlandse economie te bevorderen door, complementair aan banken en overheidsfinanciering, de vraag naar- en het aanbod van lange termijnfinanciering in Nederland beter op elkaar te laten aansluiten. Dit doet de NLII door in samenwerking met institutionele beleggers proposities te ontwikkelen die voldoen aan de investeringswensen van deze beleggers enerzijds en voorzien in financieringsbehoeften anderzijds. Op Europees niveau worden vergelijkbare doelen beoogd met het investeringsplan voor Europa.<sup>13</sup> Daarin wordt bijvoorbeeld een «investeringsadvieshub» aangekondigd die onder-*

<sup>11</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 175.

<sup>12</sup> Kamerstuk 22 112, nr. GX.

<sup>13</sup> Kamerstuk 21 501-07, nr. 1202.

steuning kan bieden aan potentiële investeringsprojecten, om deze te ontwikkelen tot interessante investeringsproposities onder meer gefinancierd vanuit het EFSI. Nederland ondersteunt de oprichting van die investeringsadvieshub.

#### *Alternatieve financiering*

*De leden van de fracties van de SP vragen naar aanvullende maatregelen die genomen kunnen worden om de toegang tot financiering te vergroten.* Het kabinet heeft met het Aanvullend Actieplan mkb-financiering additionele maatregelen genomen om het risicodragend vermogen in het mkb te versterken, het aanbod van financiering te verbreden, en de marktwerking te verbeteren. Tevens wordt al gewerkt aan initiatieven op het terrein van kredietunies, crowdfunding en het verbeteren van bedrijfsinformatie. Aanvullende maatregelen vanuit het actieplan in het kader van de Europese kapitaalmarktunie kunnen hier complementair aan zijn.

*De leden van de fractie van de VVD stellen dat alternatieve bronnen van financiering de ruimte moet krijgen om te ontwikkelen en vragen of in de reactie aandacht geschonken wordt aan alternatieve vormen van financiering.* Het kabinet moedigt de ontwikkeling van alternatieve vormen van financiering aan. Door promotie, inzet van bestaande kennis en instrumenten, alsmede het wegnemen van belemmeringen in de regelgeving, stimuleert de overheid de ontwikkeling van deze private initiatieven. Zoals de leden van de VVD stellen, mag in geen geval een situatie ontstaan waarin regelgeving een belemmering vormt voor het op verantwoorde wijze vormgeven van alternatieve financieringsvormen die duidelijk in financieringsbehoeftes voorzien.<sup>14</sup> Het kabinet zal in haar reactie op de consultatie aandacht schenken aan alternatieve vormen van financiering, waaronder kredietunies.

*De leden van de fractie van de ChristenUnie vragen naar concrete voorbeelden van alternatieve financieringsmogelijkheden waar Nederlandse ondernemingen baat bij kunnen hebben.* Het kabinet heeft al maatregelen genomen om het aanbod van mkb-financiering te verbreden en de afhankelijkheid van bankfinanciering te verkleinen. Ook moedigt het kabinet de ontwikkeling van alternatieve aanbieders aan, zoals o.a. op het gebied van kredietunies en crowdfunding. Het kabinet verwacht, zoals reeds aangegeven in de kabinetsreactie op het SER-rapport «Verbreiding en versterking financiering mkb», dat onder de noemer van de kapitaalmarktunie plannen kunnen worden gepresenteerd die alternatieve financieringsvormen verder stimuleren. Hierbij wordt onder meer gekeken naar langetermijnbeleggingsfondsen, securitisaties, mkb-groeimarkten, onderhandse leningen, crowdfunding en kredietunies.<sup>15</sup>

*De leden van de fractie van de PvdA vragen of de Europese Commissie beoogt te komen tot een regelgevend kader voor alternatieve financieringsvormen, zoals kredietunies, en of de regering dit wenselijk acht.* In het groenboek presenteert de Europese Commissie geen plannen voor het creëren van een Europees regelgevend kader voor kredietunies. Op dit moment zijn kredietunies in een aantal lidstaten uitgezonderd van de Europese prudentiële regels voor banken. De Nederlandse focus ligt nu met name op het creëren van eenzelfde uitzondering voor Nederlandse kredietunies. Nu de Initiatiefwet toezicht kredietunies in beide Kamers is aangenomen, zal het kabinet zo spoedig mogelijk weer contact zoeken met de Europese Commissie om het proces te bespoedigen. Dit zal dan

<sup>14</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 166.

<sup>15</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 166.

ook in de Nederlandse reactie op de consultatie richting de Europese Commissie worden opgenomen.

*De leden van de fractie van het CDA vragen of Nederlandse kredietunies als best practice gaan dienen voor financieringstrajecten in het buitenland.* Verschillende Europese lidstaten kennen al kredietunies. Tegelijkertijd verschillen kredietunies qua opzet in de verschillende lidstaten. Nederlandse kredietunies onderscheiden zich van veel buitenlandse kredietunies doordat ze zich uitsluitend richten op ondernemers. Het is echter niet uitgesloten dat andere landen de opzet van Nederlandse kredietunies als voorbeeld zullen nemen.

*De leden van de fractie van de VVD en PvdA vragen naar het bestaan van belemmeringen in Europese wetgeving voor het grensoverschrijdend aanbieden van crowdfunding en de wenselijkheid van het komen tot een gemeenschappelijk kader voor alternatieve financieringsbronnen.* Een crowdfundingplatform kan de werkzaamheden (juridisch) op verschillende manieren inrichten. Bij één van die vormen kwalificeert het platform als beleggingsonderneming. De regels voor beleggingsondernemingen zijn Europees geharmoniseerd in het kader van de richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID<sup>16</sup>), waarvan de herziening, MiFID II<sup>17</sup> momenteel geïmplementeerd wordt. MiFID kent een Europees paspoort, dus een beleggingsonderneming kan met een vergunning voor het verlenen van beleggingsdiensten deze diensten grensoverschrijdend verlenen. Momenteel is een Nederlands platform de mogelijkheid van grensoverschrijdende dienstverlening aan het onderzoeken en worden reeds buitenlandse investeerders aangetrokken.

Andere vormen van crowdfunding vallen onder het regelgevend kader voor het aangaan van onderhandse leningen. Deze regels kunnen per lidstaat sterk verschillen en hier zou in principe gewerkt kunnen worden aan verdere harmonisering. Wel moet bedacht worden dat een deel van de aantrekkingskracht van crowdfunding van het mkb juist zit in de lokale nabijheid van projecten en breder is dan de financiële vergoeding. Een regelgevend kader op Europees niveau zou op termijn grensoverschrijdende activiteiten kunnen faciliteren. Het is echter de vraag of een geharmoniseerd Europees regelgevend kader op dit moment grote toegevoegde waarde heeft ten opzichte van nationale initiatieven die mogelijk beter aansluiten bij de lokale marktontwikkelingen en wensen.

*De leden van de fractie van de VVD vragen ook naar het bestaan van knelpunten met betrekking tot de verhandelbaarheid van crowdfunding-leningen op secundaire markten.* Wanneer de participaties kwalificeren als effect, zoals bijvoorbeeld een obligatie of aandeel, dan zouden deze aan een gereguleerd handelsplatform genoteerd kunnen worden om zodoende verhandeld te kunnen worden. Uiteraard moet dan wel worden voldaan aan de wet- en regelgeving die geldt voor de notering van effecten, waaronder het provisieverbod voor beleggingsondernemingen voor secundaire handel. Ook wanneer crowdfunding als onderhandse lening plaatsvindt, is secundaire handel mogelijk. De geldgever heeft immers een vordering op de geldvrager en vorderingen zijn verhandelbaar.

<sup>16</sup> Richtlijn nr. 2004/39/EG van het Europees parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU L 145).

<sup>17</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn 2002/92/EG en richtlijn 2011/61/EU (herschikking) (PbEU 2014, L 173). MiFIDII dient op 3 juli 2016 te zijn geïmplementeerd in nationale wetgeving en dient vanaf 3 januari 2017 te worden toegepast.

*De leden van de fractie van de VVD wijzen op de belangrijke rol van private equity en durfkapitaal en vragen welke mogelijkheden de Minister ziet om deze onderdelen verder te stimuleren en welke belemmeringen er op dit moment zijn in de Nederlandse en/of Europese regelgeving. Zoals aangegeven in de kabinetsreactie wordt het belang van alternatieve financieringsvormen onderschreven. Hierbij kan inderdaad ook gedacht worden aan financieringsvormen zoals private equity en durfkapitaal. Nadere analyse is wenselijk om te bezien of het nodig is om durfkapitaal in Europa verder te stimuleren en hoe dat eventueel op gepaste wijze zou kunnen worden gedaan. In samenwerking met de Europese Commissie en andere lidstaten werkt een werkgroep in het kader van het «SME-Envoy» netwerk aan een dergelijke analyse.*

*De leden van de fractie van de ChristenUnie vragen naar ervaringen in het gebruik van private placements en mogelijke risico's. Private placements zijn onderhands, buiten de financiële markten geplaatste obligaties. In Duitsland en Frankrijk vormen private placements al een relatief vaak gebruikte vorm van schuldfinanciering voor middelgrote en grote bedrijven. Binnen Nederland wordt minder gebruik gemaakt van deze vorm van financiering; wel hebben (middel)grote Nederlandse bedrijven in de afgelopen jaren aanzienlijke bedragen opgehaald via de Amerikaanse private placement markt. Lopende initiatieven vanuit de markt kunnen leiden tot meer standaardisatie en transparantie, met behoud van flexibiliteit en eenvoud. Op deze wijze kan een pan-Europees raamwerk voor private placements tot stand komen, dat kan bijdragen aan het aanmoedigen van directe investeringen in ondernemingen.*

#### *Centrale tegenpartijen*

*De leden van de fractie van de PvdA hebben gevraagd of de Europese Commissie aandacht heeft voor de noodzaak van een kader voor herstel en afwikkeling van centrale tegenpartijen (CCPs) en wanneer een voorstel kan worden verwacht. De Europese Commissie onderkent het belang van een dergelijk raamwerk en is dan ook voornemens binnen afzienbare tijd een voorstel te publiceren. Overigens moet de verplichting om gestandaardiseerde over-the-counter (OTC) derivatentransacties centraal te clearen via CCPs in de EU nog van kracht worden. De European Market Infrastructure Regulation (EMIR) is formeel in augustus 2012 in werking getreden, maar kent een gefaseerde inwerkingtreding voor verschillende verplichtingen die voortvloeien uit deze verordening.*

*De leden van de fractie van de ChristenUnie vragen naar de plannen van de Europese Commissie bij het wetgevend kader voor herstel en afwikkeling van CCPs. Het doel van plannen van de Europese Commissie is om bij een mogelijk faillissement van een CCP de financiële stabiliteit te waarborgen, zonder dat de belastingbetaler aan de lat staat. De herstelplannen moeten de kans op een faillissement verkleinen door een plan met maatregelen achter de hand te hebben voor het geval zich een crisissituatie voordoet. Als blijkt dat de maatregelen uit het herstelplan niet werken, moet het afwikkelingsplan de relevante autoriteiten helpen om de voornaamste activiteiten van een CCP te continueren en eventueel gecontroleerd af te bouwen. De precieze invulling van het voorstel is vooralsnog niet bekend. Het kabinet zal de Kamer zo spoedig mogelijk na publicatie van het voorstel middels een BNC-fiche informeren over haar standpunt.*

*De leden van de D66-fractie vragen om een (kwantitatieve) toelichting op de ontwikkeling van CCPs. In reactie op de crisis zijn verschillende initiatieven genomen om de transparantie van derivatenmarkten te vergroten en het tegenpartijrisico te verkleinen. Deze initiatieven, die zijn*

ingegeven door afspraken die in de G-20 context zijn gemaakt, sturen aan op centrale clearing van derivaten en verplichte uitwisseling van onderpand. Momenteel wordt wereldwijd ongeveer 50% van alle rentederivaten centraal gecleared, met een totale nominale waarde van \$ 169 biljoen. In 2007 was dit nog slechts 16%. Dit percentage zal verder stijgen zodra de centrale clearing verplichting van kracht wordt. Door het toenemende gebruik van CCPs concentreert het tegenpartijrisico zich bij CCPs en worden het nog crucialere partijen binnen het financiële systeem. Deze ontwikkeling onderstreept het belang van adequate herstel- en afwikkelplannen voor CCPs.

#### *Toezicht*

*De leden van de fractie van de VVD vragen wat de Europese Commissie bedoeld met het vergroten van de effectiviteit van de kapitaalmarkten door toezichtconvergentie. Door toezichtconvergentie, wat wil zeggen consistente toepassing van de regels door nationale toezichthouders, ontstaat een gelijk speelveld. Dit draagt bij aan meer concurrentie, meer aanbod en lagere kosten, en daarmee een grotere effectiviteit van Europese kapitaalmarkten.*

*Daarnaast vragen de leden van de VVD fractie welke rol de Europese Toezichthoudende Autoriteiten (ESAs) zouden moeten hebben. Het creëren van een gezamenlijke Europese toezichtcultuur en het toezien op een consistente toepassing van EU toezichtwetgeving is één van de kerntaken van de ESAs. Het groenboek stuurt niet expliciet aan op verregaande institutionele hervormingen, zoals overdracht van bevoegdheden of additionele taken voor de ESAs. Wel kan worden bezien hoe de positie van de ESAs binnen het huidige kader kan worden versterkt, zodat nog beter toegezien kan worden op de kwaliteit en consistentie van het toezicht in Europa, mede met oog op het gelijke speelveld in de interne markt.*

*De leden van de fractie van de VVD vragen hoe wordt voorkomen dat nationale toezichthouders zelfstandig regels gaan interpreteren. Hier is een voorname rol weggelegd voor de ESAs. Zij adviseren de Europese Commissie en streven, onder meer door vaststelling van bindende technische normen en richtsnoeren en het toetsen van activiteiten van nationale toezichthouders, naar harmonisatie en convergentie van nationale toezichtpraktijken.*

*De leden van de fractie van het CDA vragen zich af welke rol Eurocommissaris Timmermans speelt in de consistente toepassing van Europese wetgeving. Eerste Vicevoorzitter Timmermans is onder andere verantwoordelijk voor de *better regulation agenda*, gericht op het verbeteren van de kwaliteit van EU wet- en regelgeving. Deze agenda omvat naast het wegnemen van overbodige regelgeving en het verminderen van regeldruk ook aandacht voor coherentie in Europese wetgeving en correcte en tijdige toepassing van Europese wetgeving door de lidstaten, waar de Commissie op toeziet.*

#### *Kredietinformatie*

*De leden van de fractie van de Christenunie vragen naar het verband tussen de verbetering van kredietinformatie en het vergroten van de financieringsmogelijkheden voor het mkb. Informatie- en transactiekosten kunnen knelpunten vormen bij kredietverlening, met name aan het*



(kleinere) mkb.<sup>18</sup> Onder meer het beter benutten van de beschikbare informatie in Standard Business Reporting (SBR+) kan hier een positieve rol vervullen en wordt momenteel nader uitgewerkt door het Ministerie van Economische Zaken in het kader van het Aanvullend Actieplan mkb-financiering. Bezien moet worden welke stappen verder nodig zijn om de beschikbaarheid van kredietinformatie van het mkb verder te verbeteren.

*De leden van de fracties van de PvdA, het CDA en de VVD vragen naar de Europese initiatieven op het gebied van kredietrapportage, -beoordeling en -scores, de aansluiting hiervan bij nationale initiatieven en de administratieve lasten die hiermee gepaard kunnen gaan.* In het groenboek wordt voorgesteld om in samenspraak met de lidstaten na te denken over mogelijke minimumstandaarden ten aanzien van informatie voor kredietrapportage en -beoordeling. Zoals het kabinet in haar kabinetsreactie van 17 maart jl. heeft aangegeven kan het standaardiseren van kredietinformatie bijdragen aan het wegnemen van onnodige drempels voor mkb-financiering op de kapitaalmarkt. Er dient de komende periode nader te worden gekeken naar de wijze waarop deze standaardisering in informatiewisseling vorm dient te krijgen.

*De leden van de fractie van de PvdA informeren naar het eigendomsrecht van kredietinformatie van ondernemingen.* Kredietinformatie over de portefeuille zakelijke leningen van banken is eigendom van de bank. Bedrijven beschikken niet over dezelfde kredietinformatie als banken zoals bijvoorbeeld de beoordeling van hun kredietwaardigheid. In het kader van het «Aanvullend Actieplan mkb-Financiering»<sup>19</sup> wordt onderzocht hoe SBR+ kan worden ingezet bij het doen van kredietaanvragen. Hieraan zou een ondernemer op vrijwillige basis deelnemen.

*De leden van de fractie van het CDA vragen of het subsidiariteitsbeginsel in acht wordt genomen bij het ontwikkelen van een mkb toegespitste jaarrekeningstandaard.* Vanwege de grensoverschrijdende aspecten van het jaarrekeningenrecht leent dit rechtsgebied zich voor Europese regelgeving. De voorschriften over het jaarrekeningenrecht in titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek zijn gebaseerd op EU-richtlijnen. Op grond van de Europese *International Accounting Standards* (IAS)-verordening dienen beursvennootschappen de *International Financial Reporting Standards* (IFRS)-standaarden toe te passen voor hun geconsolideerde jaarrekening. Wanneer er barrières zijn in de huidige voorschriften, zullen deze in beginsel op EU-niveau aangepast dienen te worden. De Europese Commissie specificeert in het groenboek niet aan wat voor gemeenschappelijke jaarrekeningstandaard wordt gedacht voor aan *multilateral trading facilities* (MTF's) genoteerde mkb-ondernemingen. Wanneer de Europese Commissie hierover meer duidelijkheid verschaft, zal vanzelfsprekend eerst dienen te worden nagegaan of er behoefte bestaat aan een dergelijke Europese jaarrekeningstandaard of dat de huidige voorschriften volstaan.

#### *Middellange termijn*

*De leden van de fractie van de VVD vragen of het kabinet voortaan minder gebruik wil maken van nationale discreties, om zo de interne markt te bevorderen.*

Om te komen tot een goed functionerende interne markt streeft het kabinet een zo gelijk mogelijk speelveld na. Echter, daar waar nationale overheden bevoegdheden houden en betere regulering overduidelijk

<sup>18</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 166.

<sup>19</sup> Kamerstuk 32 637, nr. 147

wenselijk is, zal het kabinet het niet nalaten om van haar beleidsruimte gebruik te maken.

*De leden van de fracties van de VVD, CDA, PVV en ChristenUnie vragen naar verduidelijking m.b.t. de doelstellingen van de kapitaalmarktunie op de middellange termijn en de relatie met nationale competenties inzake het vennootschaps-, faillissements- en belastingrecht en de invloed hiervan op de nationale stelsels.* Het kabinet is het met de Europese Commissie eens dat op de lange termijn gekeken moet worden naar mogelijke barrières die voortvloeien uit het vennootschapsrecht, faillissementsrecht en belastingrecht, uiteraard met inachtneming van de nationale competenties. Voor het kabinet staat voorop dat belastingheffing binnen de Europese Unie in beginsel een nationale aangelegenheid is en dat eventuele vervolgstappen op de voorgenoemde analyse van mogelijke barrières te allen tijde moet voldoen aan de beginselen van subsidiariteit en proportionaliteit.

*De leden van de fractie van de VVD vragen wat de Europese Commissie bedoelt met «ook de werkzaamheden met betrekking tot het vereenvoudigen van de procedures voor posttransactionele bronbelastingvermindering gaan voort».* Het kabinet vermoedt dat de Europese Commissie hier doelt op de procedures voor de vermindering van bronbelasting op dividend of rente door de bronstaat.

*De leden van de fractie van de VVD vragen wat de Europese Commissie bedoelt met «de Europese Commissie zal in een later stadium de noodzakelijke maatregelen nemen als discriminerende regels en discriminerende belastingstelselregels met betrekking tot grensoverschrijdende beleggingen door levensverzekeringsmaatschappijen en door pensioenfondsen in vastgoed worden vastgesteld».* Het kabinet vermoedt dat de Europese Commissie hier doelt op situaties waarin beleggingen in vastgoed door een levensverzekeringsmaatschappij of door een pensioenfonds uit de lidstaat waarin het vastgoed is gelegen, fiscaal gunstiger worden behandeld dan in geval van beleggingen in vastgoed door levensverzekeringsmaatschappijen of pensioenfondsen uit een andere lidstaat.

*De leden van de fractie van het CDA vragen of de Financial Transaction Tax (FTT) ook geldt voor transacties gemaakt door mkb-bedrijven binnen de kaders van de kapitaalmarktunie.* Op basis van het FTT- voorstel van de Europese Commissie zouden in theorie ook mkb-bedrijven de FTT moeten betalen mits zij kwalificeren als financiële instelling. De huidige inschatting is dat in de praktijk dit niet vaak het geval zal zijn. Wel valt de handel van aandelen van mkb-bedrijven die gevestigd zijn in een lidstaat waar de FTT van toepassing wordt, onder de reikwijdte van de FTT.

*De leden van de fractie van de VVD vragen in het algemeen hoe Europese standaardisatie ruimte laat voor maatwerk.* Standaardisatie kan bijdragen aan de (grensoverschrijdende) ontwikkeling van een markt en verbetering van het aanbod en de prijs. Anderzijds kunnen in algemene zin flexibiliteit en keuzemogelijkheden afnemen. Het is dan ook van belang om hier in de context van de kapitaalmarktunie een goede balans in te vinden. Om wettelijke standaarden goed aan te laten sluiten bij de wensen uit de markt wordt in het algemeen overleg gevoerd met marktpartijen, lidstaten en andere belanghebbenden, alvorens de Europese Commissie met een definitief voorstel komt. De Europese Commissie geeft ook aan dat als gemeenschappelijke standaarden moeilijk te realiseren zijn, gekeken kan worden naar *best practices* om de ontwikkeling van bepaalde financiële instrumenten te bevorderen.

*De leden van de fractie van de PVV merken op dat met het oprichten van de kapitaalmarktunie opnieuw soevereiniteit wordt afgestaan aan Brussel. Naar aanleiding hiervan willen de leden van de fractie van de PVV weten waar de Minister een grens trekt met betrekking tot het steeds verder afstaan van soevereiniteit aan de EU. Zoals reeds aangegeven zijn in de context van de kapitaalmarktunie nog geen concrete voorstellen gepresenteerd en is dus ook geen sprake van overdracht van soevereiniteit. De afweging tussen proportionaliteit en subsidiariteit wordt in het reguliere proces via een BNC-fiche aan de Tweede Kamer voorgelegd op het moment dat er concrete voorstellen door de Europese Commissie zijn gedaan.*

#### *Pensioenen*

*De leden van de fractie van de VVD en het CDA hebben enkele vragen gesteld over positie van kapitaalgefinancierde pensioenstelsels binnen het groenboek kapitaalmarktunie en de implicaties daarvan voor het Nederlandse stelsel, onder andere op het gebied van langetermijninvesteringen en mogelijke standaardisering van producten. De doelstellingen van het «Juncker-plan» en het groenboek kapitaalmarktunie zijn het scheppen van banen en zorgen voor economische groei, door het vergroten van de beschikbaarheid van kapitaal, het verbeteren van toegang tot financiering en verbreding van de financieringsmogelijkheden. Institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen, kunnen een rol spelen in het verbreden en verdiepen van de financieringsmogelijkheden voor de reële economie, maar hier mag, zoals ook is aangegeven in de kabinetsreactie, geen sprake zijn van dwang of verkeerde prikkels. Pensioenfondsen hebben immers een wettelijke (fiduciaire) verplichting richting de pensioendeelnemers en uitkeringsgerechtigden om pensioengelden in hun belang te beleggen. Desalniettemin is het stimuleren en vergemakkelijken van investeringen in de reële economie een doelstelling die het kabinet kan onderschrijven: een kapitaalmarktunie kan daarmee het palet aan keuzes verbreden. Zo is er recent een akkoord bereikt over een verordening voor *European Long-term Investment Funds* (ELTIFs) en wordt in het groenboek de vraag gesteld welke rol de Europese Commissie en lidstaten kunnen spelen om het gebruik van het ELTIF-label te stimuleren en te ondersteunen. Indien de kapitaalmarktunie de keuzemogelijkheden voor institutionele investeerders om op lange(re) termijn te beleggen zou vergroten, is dat in beginsel positief.*

Het groenboek observeert ook dat kapitaalgefinancierde (tweedepijler) pensioenstelsels steeds vaker bijdragen aan het houdbaar maken van pensioenstelsels in Europese lidstaten, maar er worden daar verder geen beleidsacties aan verbonden. Het groenboek gaat dan ook niet nader in op kapitaalgefinancierde pensioenstelsels in lidstaten, maar beperkt zich tot de suggestie van mogelijke standaardisering van individuele pensioenproducten. Het kabinet deelt de observatie dat tweedepijler stelsels inderdaad een positieve bijdrage kunnen leveren aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Vooralsnog liggen er geen concrete ideeën of plannen voor ten aanzien van een pan-Europese of «29e» regeling. Het kabinet blijft de ontwikkelingen op dit terrein vanzelfsprekend nauwgezet volgen. Uitgangspunt voor het kabinet is dat de eventuele ontwikkeling van gestandaardiseerde individuele pensioenproducten die grensoverschrijdend kunnen worden uitgevoerd slechts plaats zou kunnen vinden in de context van de derde pijler. Dat wil zeggen: geheel losstaand van de arbeidsrelatie tussen werkgever en werknemer in de tweede pijler. Tweede pijlerpensioenregelingen komen immers tot stand in onderhandelingen tussen werkgevers en werknemers in de context van nationale prudentiële regelgeving die deels gebaseerd is

op Europese minimumstandaarden uit de IORP-richtlijn. Een eventueel standaard pensioenproduct kan daarom ook louter worden gezien in de context van de derde pijler. Dit raakt aan het voornemen van het kabinet om in Nederland een pilotonderzoek te starten naar de effectiviteit en wenselijkheid van een eventueel standaardpensioenproduct in de derde pijler.

*De leden van de fractie van de VVD vragen daarnaast om een nadere toelichting op het standpunt van het kabinet ten aanzien van gestandaardiseerde individuele pensioenproducten in de derde pijler in het kader van het groenboek kapitaalmarktunie. Voor derde pijler pensioenregelingen gaat het om vrijwillige individuele pensioenbesparingen die individuen onderbrengen bij een bank, verzekeraar of beleggingsinstelling. De noodzaak van een (Europees) standaardproduct voor derde pijlerproducten verdient, wat het kabinet betreft, nadere onderbouwing door de Europese Commissie. Voor zowel banken, verzekeraars als beleggingsfondsen bestaan immers sterk geharmoniseerde Europese wet- en regelgeving die de grensoverschrijdende dienstverlening in beginsel moeten ondersteunen. Vooralsnog ontbreekt een analyse van de mogelijke knelpunten. Het feit dat grensoverschrijdende dienstverlening voor deze vrijwillige individuele pensioenregelingen vooralsnog relatief beperkt is, kan er bijvoorbeeld op duiden dat cultuurverschillen in het sparen voor de oude dag op dit moment een rol spelen of dat consumenten wellicht het idee hebben dat buitenlandse pensioenproducten niet aansluiten op hun specifieke behoeften. Ook vanuit het perspectief van aanbieders kan grensoverschrijdende dienstverlening in verband met individuele vrijwillige regelingen mogelijk te grote belemmeringen opleveren, omdat de vormgeving van pensioenproducten in hoge mate afhankelijk is van bijvoorbeeld per lidstaat verschillende fiscale en sociale regels alsmede specifieke actuariële risico's. In hoeverre een standaardproduct toegevoegde waarde heeft en tot meer concurrentie leidt tussen Europese aanbieders valt daarmee te bezien. Nadere analyse is dan ook nodig ten aanzien van de noodzaak en verwachte effecten van een standaardproduct, ook in de derde pijler. Uitgangspunt, van het kabinet, daarbij is dat innovatie door aanbieders mogelijk moet blijven en in het belang moet zijn van consumenten en dat consumenten adequaat zijn beschermd bij het aankopen van vrijwillige individuele pensioenproducten, ook wanneer deze worden betrokken van buitenlandse aanbieders. Het niveau van consumentenbescherming bij grensoverschrijdende dienstverlening is ook een aandachtspunt voor de Europese Commissie zoals zij aangeeft in het groenboek.*

#### *Consultatie herziening Prospectusrichtlijn*

*De leden van de fractie van de VVD vragen naar concrete voorstellen voor de herziening van de prospectusrichtlijn. Ook vragen de leden naar de reikwijdte van de prospectusrichtlijn en de daarbij behorende uitzonderingen en vrijstellingen. De leden van D66 vragen ook hoe de Nederlandse eisen en vrijstelling voor kleine uitgiftes zich verhouden tot andere Europese lidstaten en of Nederland een significant strengere regelgeving hanteert. Het doel van de herziening is om het aantrekken van (grensoverschrijdende) financiering te vergemakkelijken voor bedrijven en met name voor het mkb. Een manier om dit te bewerkstelligen is door de drempels van de uitzonderingen en de vrijstellingen op de prospectusplicht aan te passen. Een belangrijke voorwaarde bij de aanpassing van de drempels is dat dit niet ten koste mag gaan van adequate beleggersbescherming. Er dient een goede balans te zijn tussen toegang tot de kapitaalmarkt in de gehele EU en beleggersbescherming.*

De prospectusrichtlijn is niet van toepassing op effecten die deel uitmaken van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde van de aanbieding in de Europese Economische Ruimte (EER) minder dan 5 000 000 EUR bedraagt, hetgeen wordt berekend over een periode van twaalf maanden. Deze vrijstelling van de prospectusplicht betreft een lidstaatoptie, hetgeen inhoudt dat iedere lidstaat zelf de vrijstelling mag invullen. In Nederland is ervoor gekozen om alle aanbiedingen binnen de EER tot 2,5 miljoen euro vrij te stellen van de prospectusplicht. De vrijstelling geldt per categorie effect. Dit betekent dat een onderneming zonder prospectusplicht 2,5 miljoen euro aan aandelen en 2,5 miljoen euro aan obligaties kan ophalen op de kapitaalmarkt. Een onderneming kan derhalve 5 miljoen euro aan kapitaal ophalen. De gehanteerde grensbedragen verschillen tussen lidstaten, zo hanteert het VK een drempel van 5 miljoen euro, maar hanteren België en Finland een lagere drempel. Nederland zal in het kader van de onderhandelingen kritisch kijken naar de mogelijkheden voor een eventuele verhoging van de 2,5 miljoen euro vrijstelling. Dit kan bijvoorbeeld door los te laten dat de vrijstelling per categorie effect geldt. Het is echter van groot belang dat dit niet ten koste gaat van adequate beleggersbescherming.

*De leden van de VVD vragen de Minister hoe de kosten voor het mkb omlaag kunnen om het aantrekken van financiering door middel van aandelen en obligaties aantrekkelijker te maken. Daarnaast vragen zij of de Minister bereid is te kijken naar de prospectuskosten als mogelijke belemmering voor het mkb. Uiteraard zijn mkb aandelen en obligatie-emissies van groot belang. Tijdens de parlementaire behandeling van de Wet tot wijziging van de bekostiging van het financieel toezicht is extra aandacht besteed aan de kosten die de AFM in rekening brengt bij emittenten voor de beoordeling van een prospectus. Er is destijds een nota van wijziging gekomen om de tarieven voor het mkb te halveren. Aangezien de overheidsbijdrage voor het financieel toezicht werd afgeschaft en de inkomsten van de AFM kostendekkend dienen te zijn, is de rekening daarvoor bij grotere instellingen komen te liggen. Een verdergaande vorm van tariefdifferentiatie tussen kleinere en grotere emittenten zou tot een onwenselijke mate van kruissubsidiëring leiden en zou bovendien een risico kunnen vormen voor de concurrentiepositie van Nederland doordat deze instellingen uitwijken naar andere internationale fora voor hun emissies. Belangrijker is volgens het kabinet om tot een structurele oplossing te komen om het aantrekken van financiering door het mkb te vergemakkelijken met als mogelijk gevolg dat daardoor de kosten voor het mkb verder omlaag gaan.*

*De leden van de fracties van de VVD en D66 vragen naar de mogelijkheden om te komen tot een verlicht regime voor het mkb. Ook vragen de leden van de VVD in hoeverre andere belemmeringen kunnen worden weggenomen om aandelen en obligaties aantrekkelijker te maken voor het mkb. In het consultatiedocument over de herziening van de prospectusrichtlijn noemt de Europese Commissie een apart prospectusregime voor het mkb als manier om het aantrekken van financiering door het mkb te vergemakkelijken. Zoals al in de kabinetsreactie van 17 maart jl. is aangegeven hecht het kabinet er veel waarde aan dat het aantrekken van financiering door het mkb wordt gestimuleerd. Als een apart regime voor het mkb hieraan bijdraagt, dan staat het kabinet daar niet onwelwillend tegenover. Wel acht het kabinet het van groot belang dat een apart regime voor het mkb niet ten koste gaat van adequate beleggersbescherming. Het prospectus dient alle informatie te bevatten die een belegger nodig heeft om een verantwoord oordeel te vormen over de uitgevende instelling en de aangeboden effecten. Dit is van groot belang voor de werking van de markt en dus ook in het belang van partijen die gefinancierd willen worden.*

*De leden van de fractie van de VVD noemen in het kader van een verlicht regime voor het mkb de mogelijkheid om de accountantsverklaring te vervangen door een samenstellingsverklaring bij uitgiftes boven de 2,5 miljoen euro. Eerder is toegezegd om in het kader van de herziening van de prospectusrichtlijn te bekijken in hoeverre de eisen die gelden voor het mkb, waar mogelijk en prudent, te versoepelen om de financieringsmogelijkheden voor dit segment te verbeteren. De informatie die het mkb op dit moment dient op te nemen in het prospectus sluit niet goed aan bij de omvang van de onderneming en vormt daardoor een belemmering voor de onderneming om toegang te krijgen tot de kapitaalmarkt. Het is echter van belang dat beleggers altijd een verantwoord oordeel kunnen vormen over de te nemen beleggingsbeslissingen, aangezien de risico's die gepaard gaan met beleggingen in het mkb hoger zijn dan die van beleggingen in grotere ondernemingen. Het genoemde voorbeeld om een controleverklaring te vervangen door een samenstellingsverklaring brengt de nodige nadelen met zich mee. De samenstellingsverklaring geeft namelijk geen zekerheid over de betrouwbaarheid van de verantwoording en omdat juist het beleggen in het mkb risico's met zich mee kan brengen, is het van belang dat beleggers door middel van een prospectus in staat worden gesteld de risico's te beoordelen van alle soorten aanbieders. Het is daarom belangrijk dat de financiële informatie over een onderneming betrouwbaar is. De eis van een controleverklaring is daarom een belangrijke eis waar niet zomaar van afgestapt kan worden. Een mogelijke versoepeling van de eisen voor het mkb dient wat het kabinet betreft vooral gezocht te worden in andere eisen. Een mogelijke versoepeling van de eisen voor het mkb kan bijvoorbeeld een aanpassing zijn van de soort informatie die door het mkb opgenomen dient te worden in het prospectus, waarbij de informatie toegespitst is op de omvang en complexiteit van de onderneming, zonder dat afbreuk wordt gedaan aan de kwaliteit van de informatie aan de hand waarvan de belegger zijn beleggingsbeslissing neemt.*

*De leden van de fractie van de VVD vragen naar de mogelijkheid tot het opheffen van de verplichting om drie gecontroleerde jaarrekeningen te moeten overleggen bij het uitgeven van aandelen en/of obligaties. De verplichting tot het aanleveren van 3 jaar aan gecontroleerde jaarrekeningen komt voort uit de Prospectusrichtlijn. Aangezien het maximumharmonisatie betreft kan Nederland niet afwijken van deze regels. Voor mkb-ondernemingen is recent een aangepast regime opgenomen in de van toepassing zijnde verordening voor de invulling van het prospectus,<sup>20</sup> waarbij voor uit te geven obligaties twee jaar en voor uit te geven aandelen één jaar aan gecontroleerde jaarrekeningen overlegd hoeft te worden.*

*De leden van de fractie van het CDA vragen in welke taal de prospectus opgesteld dient te worden, bijvoorbeeld in het geval wanneer kredietverstrekking aan een mkb-onderneming in Spanje vanuit Duitsland plaatsvindt. Een prospectus ten behoeve van het in Nederland aanbieden van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, wordt opgesteld in de Nederlandse taal of in een taal die in de internationale financiële kringen gebruikelijk is. De Engelse taal wordt gezien als een taal die in de internationale financiële kringen gebruikelijk is. De samenvatting die deel uitmaakt van het prospectus dient te worden opgesteld in de taal waarin het prospectus oorspronkelijk is opgesteld. Dit geldt ook voor*

<sup>20</sup> verordening (EU) Nr. 486/2012 van de Commissie van 30 maart 2012 tot wijziging van verordening (EG) nr. 809/2004 wat de vormgeving en de inhoud van het prospectus, het basisprospectus, de samenvatting en de definitieve voorwaarden betreft en wat de informatievereisten betreft (PbEU 2012, L 150), Annex XXV, 20.1 en Annex XXVI, 13.1.

aanbiedingen in een andere lidstaat van effecten aan het publiek of toelatingen van effecten tot de handel op een in een andere lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt waarbij de AFM tot goedkeuring bevoegd is. Zo dient bijvoorbeeld op grond van de huidige prospectusregels het prospectus en de samenvatting voor een aanbieding van effecten in Duitsland waarbij de Duitse toezichthouder bevoegd is tot goedkeuring, opgesteld te worden in de Duitse taal of in een taal die in de internationale financiële kringen gebruikelijk is. Ook al is het uiteindelijk opgehaalde kapitaal bestemd voor het mkb in Spanje. Overigens werkt het drempelverlagend voor een uitgevende instelling om grensoverschrijdende uitgaves te doen doordat de uitgevende instelling de keuze heeft om het prospectus op te stellen in een taal die in de internationale financiële kringen gebruikelijk is, welke veelal de Engelse taal is. Dit kan bijvoorbeeld ook in het genoemde voorbeeld van een uitgifte in Duitsland voor financiering van mkb in Spanje.

*De leden van de fractie van de PVV vragen waarom het huidige raamwerk met betrekking tot prospectusvereisten als een barrière wordt gezien. Onder het huidige raamwerk wordt met name het complexe, kostbare en vaak tijdrovende proces om een prospectus op te stellen en te laten goedkeuren door de toezichthouder als barrière gezien. Vooral het mkb en bedrijven met een kleine beurswaarde ondervinden hier hinder van. Verder zijn prospectussen in de praktijk erg lange documenten met zeer legalistische teksten die vaak niet worden gelezen door beleggers. Daarbij rijst de vraag of beleggersbescherming, een van de doelstellingen van de oorspronkelijke prospectusrichtlijn, wel wordt behaald. Ten slotte worden de verschillen tussen de goedkeuringsprocessen per lidstaat als een tekortkoming gezien.*

#### *Consultatie Securitizaties*

*De leden van de fracties van de VVD en SP vragen of al concreter kan worden aangegeven wat precies wordt verstaan onder een securitisatie die kan worden aangemerkt als «eenvoudig, transparant en gestandaardiseerd», en wanneer kan worden gesproken van een goede en veilige securitisatie. De leden van de fractie van D66 vragen de Minister om de Kamer nader te informeren op het moment dat deze criteria meer vorm krijgen. Het consultatiedocument van de Europese Commissie zet op hoofdlijnen uiteen waar eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties aan zouden moeten voldoen. De Europese Commissie bouwt hierbij voort op de criteria zoals die reeds gelden voor securitisaties onder de Solvency II-richtlijn voor verzekeraars en de liquiditeits-eisen (de zogenoemde *liquidity coverage ratio*) voor banken.*

Bij «eenvoudig» kan onder meer gedacht worden aan het feit dat de onderliggende activa bij een securitisatie homogeen dienen te zijn (zodat een securitisatie bijvoorbeeld alleen hypotheekleningen of bedrijfsleningen bevat, maar geen combinatie hiervan). Daarnaast zou het gebruik van derivaten in securitisaties beperkt kunnen worden tot derivaten die alleen gericht zijn op het afdekken van bijvoorbeeld valuta- of renterisico's. Ook wordt aangegeven dat hersecuritisaties niet als «eenvoudig» kunnen worden betiteld, omdat deze meer complexe mechanismen kennen voor verliesallocatie.<sup>21</sup> Onder «transparant» dient te worden verstaan dat securitisatietransacties voldoen aan standaarden op het gebied van transparantie en informatievoorziening aan investeerders. Zo dient bijvoorbeeld data op het niveau van de onderliggende leningen bij een securitisatie

<sup>21</sup> Bij een hersecuritisatie worden onderliggende activa verpakt en in verschillende tranches verdeeld, waarbij minimaal een deel van de onderliggende activa op zichzelf ook bestaat uit een securitisatiepositie.

beschikbaar te zijn («loan level data»). Bij «standaardisatie» kan onder meer worden gedacht aan minimale juridische waarborgen, zodat aangetoond kan worden dat het kredietrisico bij een securitisatie inderdaad wordt overgedragen van een bank aan het securitisatievehikel (en via dit vehikel aan investeerders). Tot slot zouden hier bovenop eventueel minimale eisen kunnen worden gesteld aan de minimale kredietwaardigheid van een securitisatiepositie en/of de onderliggende activa.

Ongeacht de precieze criteria waar eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties aan zullen moeten voldoen, zullen ook deze securitisaties nog steeds gepaard gaan met (krediet)risico voor investeerders. De criteria hebben primair tot doel om complexiteit zoveel mogelijk te vermijden en de risico's zoveel mogelijk inzichtelijk te maken voor investeerders. Dit kan securitisaties potentieel interessanter maken voor investeerders en het vertrouwen in de markt verder herstellen. De Europese Commissie is van plan om op basis van de uitkomsten van de consultatie in het najaar een wetgevend voorstel te presenteren met hierin een nadere uitwerking van de criteria. Het kabinet zal de Kamer hierover vervolgens informeren.

*De leden van de fractie van de ChristenUnie vragen naar de mening van het kabinet over de voorstellen van de Europese Commissie over securitisaties. De leden van de fracties van de PvdA, SP, CDA, PVV en ChristenUnie vragen naar de risico's die aan securitisatie kleven, naar de waarborgen die kunnen worden ingebouwd om nieuwe problemen met securitisaties te voorkomen en naar de relatie tot de prudentiele eisen ten aanzien van blootstellingen op securitisaties, die na de financiële crisis immers zijn aangescherpt.*

Hoewel nog geen concrete voorstellen op dit gebied zijn gedaan door de Europese Commissie, deelt het kabinet het standpunt van de Europese Commissie dat eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties een nuttig instrument kunnen vormen bij de verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt. Daarnaast kunnen dergelijke securitisaties ook een rol spelen bij het financieren van de reële economie, door ruimte op de bankbalans vrij te spelen. Het kabinet vindt het van belang dat het gebruik van securitisaties van hoge kwaliteit wordt bevorderd om bovengenoemde doelen te bereiken, maar wijst er wel op dat daarbij de onderliggende (krediet)risico's niet uit het oog moeten worden verloren.

Na de crisis zijn op verschillende terreinen maatregelen genomen om de risico's van securitisaties beter te ondervangen, onder meer door het sterker reguleren van kredietbeoordelaars, het aanscherpen van transparantie- en publicatieverplichtingen en het introduceren van retentie-eisen. Het idee om te komen tot een regime voor eenvoudige en transparante securitisaties heeft zeker niet tot doel om deze maatregelen terug te draaien.

Het definiëren van eenvoudige en transparante securitisaties kan er immers aan bijdragen dat investeerders beter zicht hebben op de onderliggende activa en op de *performance* daarvan. Zo hebben zij beter zicht op de risico's die zij lopen en aangaan, hetgeen voor meer vertrouwen en grotere liquiditeit kan zorgen.

Voor securitisaties die voldoen aan extra waarborgen op het terrein van eenvoud, transparantie en standaardisatie, kan ook nagedacht worden over het in enige mate neerwaarts bijstellen van de (kapitaal)eisen voor investeringen door banken en verzekeraars in dergelijke securitisaties. Een



dergelijke aanpassing lijkt wenselijk om de markt voor eenvoudige en transparante securitisaties (zoals securitisaties van Nederlandse woning-hypotheken) vlot te trekken.

*De leden van de fractie van de VVD vragen waarom in de kabinetsreactie wordt gesproken over een passende relatieve behandeling van securitisaties.* De huidige kapitaalsvereisten voor securitisaties zijn op dit moment hoog ten opzichte van bijvoorbeeld de kapitaalsvereisten voor gedekte obligaties of het aanhouden van de leningen die als onderpand van securitisaties functioneren. Deze ongelijke behandeling zet druk op de mogelijkheid voor instellingen om zich door middel van securitisaties te financieren. Daarbij zijn securitisaties ook bij uitstek relevant in het kader van de doelstellingen van de kapitaalmarktunie omdat deze – in tegenstelling tot bijvoorbeeld gedekte obligaties – instellingen in staat stellen risico's over te dragen aan andere partijen, en hiermee kapitaal bij banken en verzekeraars kunnen vrijspelen voor nieuwe initiatieven.

*De leden van de fractie van de SP vragen of kredietrisico's door het verminderen van de bankafhankelijkheid niet juist worden verschoven binnen het financiële systeem, zonder dat deze risico's verdwijnen.* Risico's verdwijnen inderdaad niet, maar kunnen wel worden overgedragen aan instellingen die meer bereid of beter in staat zijn om de risico's te dragen. Deze risico-overdracht kan een betere spreiding van risico's in het financiële systeem mogelijk maken en wordt bijvoorbeeld in het geval van een risico-overdracht naar institutionele beleggers (zoals verzekeraars en pensioenfondsen) ook gereguleerd. Zoals reeds aangegeven zijn na de crisis een groot aantal maatregelen genomen om securitisaties beter te reguleren en de risico's te adresseren.

*De leden van de fractie van de SP vragen ook naar de rol van investeringsbanken bij securitisatie en hoe deze rol zich verhoudt met de gewenste minder grote rol voor banken bij kredietverstrekking.* Er liggen momenteel geen concrete voorstellen voor en in het consultatiedocument is niet specifiek ingegaan op de rol van investeringsbanken. Zoals reeds is aangegeven kunnen eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties een nuttig instrument vormen bij de verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkt. Daarnaast kunnen dergelijke securitisaties ook een rol spelen bij het financieren van de reële economie door ruimte vrij te spelen op bankbalansen.

*De leden van de fractie van de SP vragen in hoeverre bij securitisaties gebruik wordt gemaakt van credit enhancements.* Securitisaties maken inderdaad gebruik van zogenoemde *credit enhancements*. Deze hebben tot doel om het kredietrisico voor investeerders te beperken. Het meest in het oog springende voorbeeld hiervan is opdeling van een securitisatie in verschillende tranches (senior, mezzanine, junior). Deze opdeling zorgt ervoor dat kredietverliezen die zich voordoen, in eerste instantie worden afgewenteld op de junior tranche, vervolgens op de mezzanine tranche en indien nodig pas daarna op de senior tranche. Het risico op kredietverliezen voor investeerders in senior tranches wordt hiermee beperkt. Ook kan de uitgever van securitisaties de junior – en eventueel ook de mezzanine – tranche zelf aanhouden. Hiermee kan niet alleen aan de retentie-eisen worden voldaan (zie hieronder), maar dit biedt investeerders in senior tranches ook de zekerheid dat de eerste kredietverliezen niet bij hen terecht komen. In het consultatiedocument worden geen vragen gesteld over deze *credit enhancements*.

*De leden van de fractie van de SP vragen naar nationale beste praktijken die kunnen worden gedeeld bij de ontwikkeling van eenvoudige en transparante securitisaties.* Het is nuttig om kennis te nemen van

bestaande initiatieven, zodat, indien wenselijk, elementen kunnen worden overgenomen in een eventueel Europees kader. Onder meer de *Dutch Securitisation Association* (DSA) en *Prime Collateralised Securities* (PCS) zijn met dergelijke initiatieven gekomen, en zij kunnen dit bij de Commissie onder de aandacht brengen.

*De leden van de fractie van de PVV vragen op wat voor soort kapitaaleisen wordt bedoeld. De leden van de fractie van de VVD vragen welke wijzigingen nodig zijn voor het herzien van de kapitaaleisen en wanneer deze doorgevoerd kunnen worden.* Banken en verzekeraars geven securitisaties uit, maar investeren tevens in de securitisaties van (andere) banken en verzekeraars. Wanneer zij dit doen, gelden hiervoor kapitaaleisen die zijn vastgelegd in de kapitaaleisenverordening (CRR) voor banken en in het Solvency-II raamwerk voor verzekeraars. Bij de vormgeving van een raamwerk voor securitisaties die voldoen aan criteria op het terrein van eenvoud, transparantie en standaardisatie, zal de Europese Commissie ook kijken of dit aanpassingen in deze kapitaaleisen voor banken en verzekeraars vereist, bijvoorbeeld door een onderscheid te maken in de kapitaaleisen tussen securitisaties die wel en niet aan deze criteria voldoen. Op dit moment is echter nog onduidelijk welke wijzigingsvoorstellen de Europese Commissie op dit punt zal doen en wanneer dit zal gebeuren. Een wetgevend voorstel ten aanzien van eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties, zou in principe ook bepalingen kunnen bevatten die de kapitaaleisen ten aanzien van securitisaties in de CRR en in Solvency II op dit onderwerp amenderen.

*De leden van de fractie van de PvdA vragen hoe hypotheke zullen worden behandeld binnen de kapitaalmarktunie en vragen tevens of de relatieve risicoweging van hypotheke vergelijkbaar zal blijven met de huidige situatie.* De consultatiedocumenten van de Europese Commissie bevatten geen voorstellen om de prudentiële behandeling van hypotheke aan te passen. Wel kan de introductie van criteria voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties indirect aan hypotheke raken, omdat Nederlandse instellingen in relatief grote mate securitisaties uitgeven waar hypotheke aan ten grondslag liggen (RMBS). Indien de risicoweging van gestandaardiseerde securitisaties zou veranderen, zou dat ook gevolgen kunnen hebben voor de prudentiële behandeling van investeringen door banken en verzekeraars in Nederlandse RMBS.

*De leden van de fractie van de SP vragen naar de gemaakte afspraken over risicoretentie, of het hierbij een goed idee zou zijn om af te spreken dat een bank een verticale tranche moet aanhouden en hoe groot deze tranche dan zou moeten zijn.* De retentie-eis in de Europese kapitaaleisenverordening (CRR) bepaalt dat wanneer een bank investeert in securitisaties, deze bank zich ervan moet verzekeren dat de uitgevende instelling te allen tijde een belang van minimaal 5% in de securitisatie behoudt. Deze eis verkleint de prikkels voor instellingen om securitisaties uit te geven waarbij de onderliggende activa een slechte kredietwaardigheid kennen, omdat zij door deze eis zelf ook een belang hebben bij de continue goede *performance* van hun gesecuritiseerde leningen. De omvang van 5% is hierbij gekozen om te pogen een adequate balans te vinden tussen enerzijds het geven van de juiste prikkels, en anderzijds het behouden van de mogelijkheid om via securitisaties risico over te dragen aan andere partijen.

De CRR bevat verschillende mogelijkheden waarop aan de retentie-eis kan worden voldaan. Een daarvan is een «verticale» retentie-eis, waarbij Europese banken alleen mogen investeren in securitisaties wanneer de

uitgevende instelling minimaal 5% van elke tranche van een securitisatie aanhoudt. De door deze leden aangehaalde mogelijkheid bestaat dus al.