

21501-07 Raad voor Economische en Financiële Zaken
22112 Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven
van de lidstaten van de Europese Unie
Nr. 2099 Brief van de minister van Financiën

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 17 maart 2025

De Europese Unie (EU) staat voor grote en fundamentele uitdagingen. Het Europese concurrentievermogen staat onder druk en er is sprake van een sterk achterblijvende productiviteitsgroei, met name ten opzichte van de Verenigde Staten (VS). Juist die productiviteitsgroei heeft Europa, en ook Nederland, nodig om onze welvaart in de toekomst te behouden. Dit is de kern van de boodschap van Enrico Letta en Mario Draghi in hun vorig jaar verschenen rapporten over de Europese interne markt en concurrentiekracht.¹

Om dit te bereiken zijn veel investeringen nodig. Die moeten vooral van private bronnen komen, zoals Draghi in zijn rapport ook stelt. De verdieping en integratie van de Europese kapitaalmarktunie is daarmee bepalend om de uitdagingen waar Europa voor staat het hoofd te bieden. De Europese Commissie heeft aangekondigd dat zij op korte termijn met haar strategie voor een spaar- en investeringsunie komt, waar de kapitaalmarktunie onderdeel van uit maakt.² De voorzitter van de Commissie onderstreept in haar “ReArm Europe” brief van 4 maart jl. aan de Europese Raad het belang van private financiering, ook voor investeringen in de Europese defensie-industrie.³ In het regeerprogramma (bijlage bij Kamerstuk 36471, nr. 96) heeft dit kabinet de ambitie uitgesproken om zich in te zetten voor bevordering van het vrije verkeer van kapitaal en versterking van de kapitaalmarktunie. Met deze brief geeft het kabinet nadere invulling aan deze ambitie, evenals aan de toezegging om uw Kamer in het eerste kwartaal van 2025 hierover te informeren.⁴ Mede namens de minister van Economische Zaken beschrijf ik in deze brief de uitdagingen en noodzaak, en geef ik weer waar het kabinet op inzet bij de versterking van de kapitaalmarktunie.

¹ Mario Draghi, The future of European competitiveness, september 2024.
Enrico Letta, Much more than a market, april 2024.

² COM(2025) 30.

³ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_684

⁴ Kamerstukken II 2024/25, 21501-30, nr. 621.

Nederlandse belangen en uitdagingen

De interne markt is gefragmenteerd. Dit geldt voor producten en diensten, en in het bijzonder voor kapitaal. Barrières in de interne markt zijn volgens berekeningen van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) momenteel gelijk aan een handelstarief van 45% voor goederen en zelfs 110% voor diensten.⁵ Dit belemmert grensoverschrijdende handel in goederen en diensten, en kost ons geld. En dus welvaart. Het verlagen van deze barrières voor goederen, diensten en kapitaal is cruciaal voor de verhoging van de productiviteit en concurrentiekracht van de EU, omdat de vrijheden van de interne markt onderling verbonden zijn en elkaar versterken. Hier zet het kabinet op in, zoals uiteengezet in de kabinetsvisie EU-concurrentievermogen.⁶ De kapitaalmarktunie is in het belang van de Nederlandse economie; voor bedrijven, burgers en de maatschappij als geheel. Een sterke kapitaalmarkt zorgt ervoor dat bedrijven makkelijker toegang krijgen tot financieringsmogelijkheden. Dit zorgt voor meer productiviteit, economische groei, banen en brede welvaart. Burgers hebben hier baat bij en kunnen bovendien hiervan profiteren door rendement te behalen, direct via eigen beleggingen en indirect via hun pensioenopbouw.

Wat is de kapitaalmarkt?

Een kapitaalmarkt brengt vraag en aanbod van financiering bij elkaar. Vraag van bedrijven die kapitaal nodig hebben om te starten met hun onderneming of om uit te breiden. En aanbod van investeerders die op zoek zijn naar rendement op hun vermogen. Iedere EU-lidstaat heeft op dit moment een eigen kapitaalmarkt met eigen regels voor de juridische vormgeving van ondernemingen en aandelen, eigen belastingregels en eigen instituties, zoals beurzen, banken en vermogensbeheerders. Dit leidt tot barrières, waardoor kapitaal binnen de EU niet vrij en efficiënt kan stromen naar de meest aantrekkelijke investeringen. Met de

⁵ In die analyse vergelijkt het IMF de Europese situatie met die in de VS waar de barrières voor handel tussen de staten neerkomt op een lager handelstarief van 15%. Hiermee wil het IMF duidelijk maken dat er nog werk gemaakt kan worden met het vervolmaken van de Europese interne markt en dat hiermee de kosten voor handel tussen lidstaten binnen de EU omlaag kunnen. Internationaal Monetair Fonds, Regional Economic Outlook Europe, oktober 2024.

⁶ Kamerstukken II 2024/25, 21501-30, nr. 621.

ontwikkeling van de kapitaalmarktunie wil Europa hierin verandering brengen.

Innovatieve bedrijven in Europa zoals start-ups, hebben moeite om aan passende financiering te komen.⁷ In de EU, en dus ook in Nederland, zijn bedrijven te afhankelijk van bancaire financiering, dat voor kleine en startende ondernemers niet altijd voldoende beschikbaar is. Bankleningen zijn vanwege de grote en sterke bankensector goed beschikbaar, maar zijn vooral geschikt als er weinig risico wordt gelopen en de financieringshorizon korter is. Dit type financiering is daarom veelal ongeschikt om innovatie te financieren, of voor nieuwe, strategische technologieën die nodig zijn voor productiviteitsgroei en weerbaarheid. Tegelijkertijd is de Europese kapitaalmarkt niet aantrekkelijk en toegankelijk genoeg voor bedrijven. De (durf)kapitaalmarkt en het beurslandschap zijn versnipperd en de liquiditeit – het aanbod van kapitaal en de handel in aandelen, obligaties en andere financiële instrumenten – is laag. Banken focussen op kredietverlening en hebben hun zakentakken afgebouwd. Ook zijn er weinig grote private investeerders en investeringsfondsen die mee kunnen doen in latere financieringsrondes van *scale-ups*.⁸ Dit maakt het aantrekken van eigen vermogen voor ondernemingen minder eenvoudig, zoals ook in het Interdepartementaal Beleidsonderzoek (IBO) bedrijfsfinanciering is geconcludeerd. Hierdoor hebben het mkb en jonge, innovatieve bedrijven moeite om van start-up naar een succesvolle, grote (beursgenoteerde) onderneming te groeien.

De vruchtbare Nederlandse bodem voor innovatie en concurrentie moet wel voldoende water (financiering) krijgen. De beperkte toegang tot diverse vormen van financiering leidt ertoe dat bedrijven niet snel genoeg hun innovaties kunnen opschalen. Europese ondernemers kiezen er daarom voor om financiering te zoeken bij Amerikaanse durfkapitalisten, aan de Amerikaanse beurs te noteren en in de VS op te schalen. Europa raakt die innovatieve bedrijven dus kwijt. Tussen 2008 en 2021 verplaatste bijna 30 procent van de in Europa opgerichte *unicorns* – start-ups met een waarde van meer dan 1 miljard dollar – hun hoofdkantoor naar het buitenland, vaak naar de VS.⁹ Daarmee verliest Europa

⁷ Een start-up is een nieuw opgericht bedrijf dat vaak innovatieve ideeën of technologieën ontwikkelt en in de beginfase van groei zit en hiervoor doorgaans veel externe financiering nodig heeft.

⁸ Een scale-up bedrijf is een snelgroeiend bedrijf dat de start-up fase succesvol heeft doorgelopen en zijn product of dienst op grotere schaal begint te aanbieden en daarvoor financiering nodig heeft.

⁹ Mario Draghi, The future of European competitiveness, september 2024.

een enorme bron aan innovatiekracht. Dit betekent ook dat de zeggenschap over deze bedrijven meer buiten Europa ligt en in veel gevallen ook de rendementen meer toekomen aan buitenlandse investeerders.

Deze trend wil het kabinet keren. Daarvoor is kapitaal nodig. Gelukkig is dit voor een belangrijk deel al in Europa aanwezig, omdat Europese huishoudens veel sparen. Gezamenlijk houden Europeanen zo'n 33 biljoen euro aan, voornamelijk in cash en op spaarrekeningen.¹⁰ Nederlanders hebben gezamenlijk ruim 600 miljard euro aan spaargeld, dat veelal tegen lage rendementen bij (Nederlandse) banken staat.¹¹ En vermogen dat wordt belegd, wordt voor een groot deel buiten Europa, met name in de VS geïnvesteerd. Dit gebeurt vaak passief, waarbij in een index of fonds van veel verschillende aandelen wordt belegd. Dit geldt zowel voor de 190 miljard euro die huishoudens zelf beleggen, als de 1.600 miljard euro aan pensioenvermogen. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) stelt in een recente analyse dat deze combinatie van veel sparen en weinig in de EU beleggen, er toe leidt dat er in Europa te weinig durfkapitaal beschikbaar is.¹² De Amerikaanse markt is aantrekkelijk voor Europese beleggers door de omvang, lage kosten en hoge rendementen. Met het Europese spaar- en beleggingskapitaal kan door meer in de EU te investeren en, waar het spaargeld betreft, meer risico te nemen, productiviteit in de EU worden vergroot. Een Europese kapitaalmarkt is er dus niet alleen voor het bedrijfsleven. Het biedt huishoudens, door betere mogelijkheden voor investerings- en risicospreiding, de kans om meer rendement te behalen met hun vermogen. Dat kan bijvoorbeeld erg nuttig zijn voor als mensen op enig moment stoppen met werken. Het is in ons belang dat we, waar dit passend is, meer risico nemen en meer investeren in Europese bedrijven. Met de kapitaalmarktunie bevorderen we het geleidelijk ontwikkelen van een cultuur van beleggen in Nederland en Europa.

Hier profiteert ook de Nederlandse financiële sector van. Nederland heeft als open economie altijd een sterke, innovatieve financiële sector gehad. Het oudste aandeel en oudste beleggingsfonds ter wereld zijn Nederlands en de eerste Europese optiebeurs werd in de vorige eeuw opgericht in Amsterdam. Nederlandse

¹⁰ Enrico Letta, Much more than a market, april 2024.

¹¹ DNB statistieken 'Spaargeld van Nederlandse huishoudens' en 'Effectenbezit Nederlandse huishoudens'.

¹² Met de analyse van de uitdagingen in deze brief en mijn reactie op het AFM rapport 'Aantrekkelijke Europese kapitaalmarkten' doe ik de toezegging aan het lid Aukje de Vries (VVD) gedaan tijdens het Commissiedebat Eurogroep/Ecofinraad van 4 december 2024 (Kamerstuk 21501-07, nr. 2088) af.

multinationals hebben altijd kunnen profiteren van een levendige en aantrekkelijke beurs met toegang tot internationaal kapitaal.

Onze economie is echter te klein om zelfstandig de benodigde schaal en diversificatie te bereiken. We moeten beter samenwerken met andere Europese landen. Het kabinet wil de barrières die financiële ondernemingen en bedrijven ervaren wegnemen, zodat zij Nederlandse bedrijven beter kunnen bedienen.

Kabinetsinzet

Gelet op bovengenoemde Nederlandse belangen en geopolitieke ontwikkelingen om ons heen, ziet het kabinet urgentie om voortgang te maken met de kapitaalmarktunie. De huidige situatie waarbij sommige lidstaten vasthouden aan eigenbelang ter bescherming van een nationale kleinere en inefficiëntere kapitaalmarkt, maakt de EU collectief armer dan het geval is bij een diepe, gezamenlijke Europese kapitaalmarkt. Het kabinet zet in op behoud en versterking van de factoren die de Nederlandse kapitaalmarkt sterk en aantrekkelijk maken. Daarbij ziet het kabinet de grote voordelen van een diepere Europese kapitaalmarkt voor de verdere ontwikkeling van de Nederlandse kapitaalmarkt. Verdere integratie van nationale kapitaalmarkten en eenduidigere regelgeving is hiervoor belangrijk. Van een diepe en geïntegreerde Europese kapitaalmarkt genieten burgers, bedrijven en beleggers maatschappelijke voordelen. Het kabinet ziet de urgentie ten aanzien van het aanjagen van private investeringen ook in het licht van andere Europese financieringsdiscussies. Daarom zal het kabinet zich constructief en ambitieus opstellen in de dialoog over oplossingen om ongerechtvaardigde barrières in de regelgeving weg te nemen, zowel nationaal als op Europees niveau, en hiermee de werking van de interne markt te verbeteren.

Het kabinet staat voor een ambitieuze inzet op de kapitaalmarktunie, vanwege het Nederlandse belang dat hiermee gemoeid is. Dit geldt zowel voor acties op Europees niveau als maatregelen die nationaal genomen moeten worden. Het kabinet wil daarbij verdergaande stappen zetten dan Nederland tot nu toe heeft gedaan. Met deze grondhouding ziet het kabinet ook toekomstige voorstellen van de Commissie tegemoet. Deze inzet bevat drie pijlers, zoals ik ook schreef in mijn visie op de financiële sector:¹³

1. Sterker toezicht
2. Meer en divers kapitaal aanbod

¹³ Kamerstukken II 2024/25, 32 013, nr. 302.

3. Eenduidigere regels

Voor elk van deze drie pijlers geldt dat zij elkaar onderling versterken. Met andere woorden, des te meer en ambitieuzere stappen, des te groter de impact van andere acties en sterker de Europese kapitaalmarktunie wordt. Hieronder licht ik toe welke concrete acties het kabinet wil zetten en waarom. De bijlage bevat voor elke actie een nadere toelichting.

1. Sterker toezicht

Een goed functionerende Europese kapitaalmarkt kan uiteindelijk niet zonder goed Europees toezicht. Het huidige toezicht op de kapitaalmarkten is verdeeld tussen de Europese toezichtautoriteiten en nationale toezichthouders (*national competent authorities, NCA's*) – in Nederland de AFM en De Nederlandsche Bank (DNB).¹⁴ Veel partijen op een kapitaalmarkt werken echter vanuit een of meer kantoren in de EU, waardoor zij te maken hebben met verschillende nationale toezichthouders. Denk hierbij aan handelsplatformen of vermogensbeheerders, die vaak internationaal actief zijn. Nationale toezichthouders interpreteren Europees afgesproken regels soms anders of vragen informatie op een andere wijze en soms dubbel uit. Die verschillen leiden tot onduidelijkheid, onnodige regeldruk en extra kosten. Dit belemmert het ontstaan van schaalvoordelen en efficiënte werking van de kapitaalmarkten.

Eenduidiger toezicht en uniformere uitvoering van regelgeving is daarom belangrijk voor een sterkere Europese kapitaalmarkt. Uniformere uitvoering van de regelgeving voor deze markten wil het kabinet allereerst bevorderen door te pleiten voor omzetting van richtlijnen in verordeningen. Verordeningen hebben rechtstreeks werking in lidstaten en hoeven in tegenstelling tot richtlijnen niet omgezet te worden in nationaal recht. Dit zorgt voor verdere harmonisatie van regelgeving binnen de EU en daarmee ook tot eenduidiger toezicht door NCA's op nationaal actieve marktpartijen. Voor marktpartijen die in meerdere EU-lidstaten actief zijn is versterking van het directe Europees toezicht effectiever. Gezamenlijk zorgt dit voor een gelijk spelveld met consistentere interpretatie en toepassing van de regels waarmee geschillen over toezicht kunnen worden voorkomen. Het kabinet zet zich daarom in voor versterking van het Europese toezicht op de kapitaalmarkt, en focust hierbij op de rol en activiteiten van

¹⁴ De Europese toezichtautoriteiten zijn ESMA, de Europese autoriteit voor effecten en markten, EBA, de Europese bankenautoriteit, en EIOPA, de Europese autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen. Samen vormen zij het Europees systeem voor financieel toezicht (ESFS).

ESMA, de Europese autoriteit voor effecten en markten. Hierbij bepleit het kabinet een aantal maatregelen:

- Versterking van het toezicht op grensoverschrijdende activiteiten, door verkenning van verschillende toezichtmodellen en waar passend uitbreiding van de rol van ESMA.
- Verzameling en opslag van toezichtdata bij een Europese toezichthouder om regeldruklasten voor marktpartijen en nationale toezichthouders te verminderen.
- Herziening van de bestuursstructuur van ESMA voor betere doortastendheid, en evaluatie van de financiering van ESMA om de kosten van het toezicht in toom te houden.

2. Meer en divers kapitaal aanbod

Zoals in bovenstaande analyse genoemd, speelt het gebrek aan private financiering met name bij risicodragende investeringen zoals durfkapitaal (*venture capital*). Vooral start-ups en scale-ups kampen hiermee. Dit speelt specifiek bij grotere bedragen van meer dan 50 miljoen euro. Volgens het IBO bedrijfsfinanciering komt dit door een tekort aan kapitaalkrachtige, grensoverschrijdende investeringsfondsen en doordat banken deze ondernemers minder goed kunnen bedienen. Om financieringsuitdagingen van Nederlandse en Europese bedrijven aan te pakken werkt het kabinet, naast de inzet op de kapitaalmarktunie, aan nationale maatregelen zoals de versterking van Invest-NL.¹⁵ Tevens is er in Europa een diverser aanbod van kapitaal nodig. Veel vermogen van huishoudens staat zoals genoemd op spaarrekeningen bij banken. Dit kapitaal is in Europa dus aanwezig, maar zetten we nog niet goed genoeg in. Om aanbod van kapitaal in de EU te vergroten en te diversifiëren zet het kabinet daarom in op de volgende acties:

- Ontwikkeling van een raamwerk voor een EU-beleggingsrekening, waarop lidstaten nationaal fiscale prikkels kunnen toepassen om mensen te stimuleren om meer in de EU te gaan beleggen, in het bijzonder in bedrijven in voor het EU-concurrentievermogen strategische sectoren.
- Bevordering van de ontwikkeling van nationale (bedrijfs)pensioenstelsels in andere lidstaten door het delen van *best practices* en structurele aandacht in het Europees Semester via landenspecifieke aanbevelingen.

¹⁵ Zie voor de andere maatregelen die het kabinet naast inzet op de kapitaalmarktunie treft de reactie op het IBO bedrijfsfinanciering, Kamerstukken II 2024/25, 32 637, nr. 658.

- Ontwikkeling en opschaling van private durfkapitaalfondsen stimuleren door verdere harmonisatie van regelgeving voor durfkapitaalfondsen en meer gelijkwaardige uitvoering hiervan in de EU.
- Grotere rol geven aan de Europese Investeringsbank bij durfkapitaalinvesteringen, en versterking en voortzetting van pan-Europese fondsen zoals het *European Tech Champions Initiative* (ETCI).
- Herziening van het raamwerk voor securitisaties om de barrières te verlagen voor een bredere doelgroep van institutionele beleggers, met name door meer proportionele regelgeving.
- Herziening van het prudentiële raamwerk voor beleggingsondernemingen voor meer proportionele regels en een verbeterde methode waardoor beleggingsondernemingen niet als bank geïnclassificeerd worden wanneer dit niet passend is.
- Het vergemakkelijken van langetermijninvesteringen in aandelen door verzekeraars, via gerichte aanpassingen in de regelgeving.
- Hervatting van Europese onderhandelingen van een voorstel voor een evenwichtiger financieringsbalans door meer gelijke fiscale behandeling van eigen en vreemd vermogen.

3. Eenduidige regels

De interne markt van de EU functioneert pas optimaal als alle relevante regelgeving geharmoniseerd is en overal hetzelfde wordt toegepast. Dit is een complex, langdurig proces waar de EU continu aan werkt. Positief is dat veel regelgeving die relevant is voor de werking van de kapitaalmarkten, beleggingen en investeringen al op EU-niveau geregeld wordt. In algemene zin pleit het kabinet daarom voor omzetting van richtlijnen in verordeningen om te komen tot uniformere regelgeving.

Tegelijkertijd zijn er nog veel rechtsgebieden die nationaal gereguleerd worden en waar de verschillen tussen EU-lidstaten groot zijn. Deze barrières in de interne markt belemmeren grensoverschrijdend ondernemen en investeren.¹⁶ Beleggingen in andere landen zijn hierdoor complexer en duurder dan in eigen land en daarmee minder snel rendabel. Kapitaal komt zo niet altijd op de beste plek terecht. Meer grensoverschrijdende investeringen bevorderen concurrentie en vergroten de financieringsopties van bedrijven in alle lidstaten, ook in Nederland. Draghi en Letta wijzen in hun eerder genoemde rapporten op het belang van efficiëntere regelgeving en meer harmonisatie, ook om administratieve lasten

¹⁶ Zie verder de interne-marktagenda, Kamerstukken II, 2021/22, 22 112, nr. 3437.

te verlagen voor bedrijven, in het bijzonder mkb-ondernemers. Het kabinet wil dat de grootste knelpunten die het vrije verkeer van kapitaal en daarmee de integratie van de EU-kapitaalmarkt belemmeren, voortvarend wordt aangepakt. Hierbij wil het kabinet dat de EU en de lidstaten onderstaande rechtsgebieden prioriteren en inzetten op optionele EU-raamwerken:

- Standaardisatie van het insolventierecht, door naast voortzetting van lopende onderhandelingen verdere stappen te verkennen om barrières in het insolventierecht weg te nemen.
- Standaardisatie van het zekerhedenrecht via nadere stappen, om zowel materiële regels als regels rondom toepasselijk recht in de EU te harmoniseren.
- Harmonisatie van het effectenrecht en verkorting van de settlementcyclus om de efficiëntie van de EU-kapitaalmarktinfrastructuur te verbeteren.
- Ontwikkeling van een optionele EU-standaard voor financiële verslaggeving van het mkb.
- Ontwikkeling van een 28^e regelgevend regime dat voorziet in de behoeften van het Nederlandse bedrijfsleven. Hierbij ziet het kabinet kansen voor de groei van innovatieve bedrijven, omdat barrières op de interne markt nu een belemmering vormen. Wel zijn er bij de vormgeving van een 28^e regime vraagpunten op bijvoorbeeld het gebied van eventuele fiscaliteit, rechtszekerheid en arbeidsrechtelijke harmonisatievoorstellen.

Tot slot

Met deze inzet en concrete acties draagt het kabinet bij aan het verder brengen van de kapitaalmarktunie. Uw Kamer zal, zoals gebruikelijk, geïnformeerd worden over non-papers die het kabinet, al dan niet samen met gelijkgestemde lidstaten, indient over de in deze brief opgenomen onderwerpen. Uw Kamer wordt ook via de geëigende weg op de hoogte gesteld van de kabinetsappreciaties van toekomstige voorstellen van de Europese Commissie. Naar verwachting publiceert de Commissie al op zeer korte termijn, 19 maart aanstaande, een strategie voor de spaar- en investeringsunie. Hierin licht zij naar verwachting de in haar concurrentievermogenkompas aangekondigde plannen voor de kapitaalmarkten verder toe.

De minister van Financiën,
E. Heinen

