

Naar een Europese kapitaalmarktunie

Barrières voor de verdere ontwikkeling
van de Europese kapitaalmarkten

Jasper H. van Dijk
Julia van Rijn

29 januari 2024

Instituut
voor

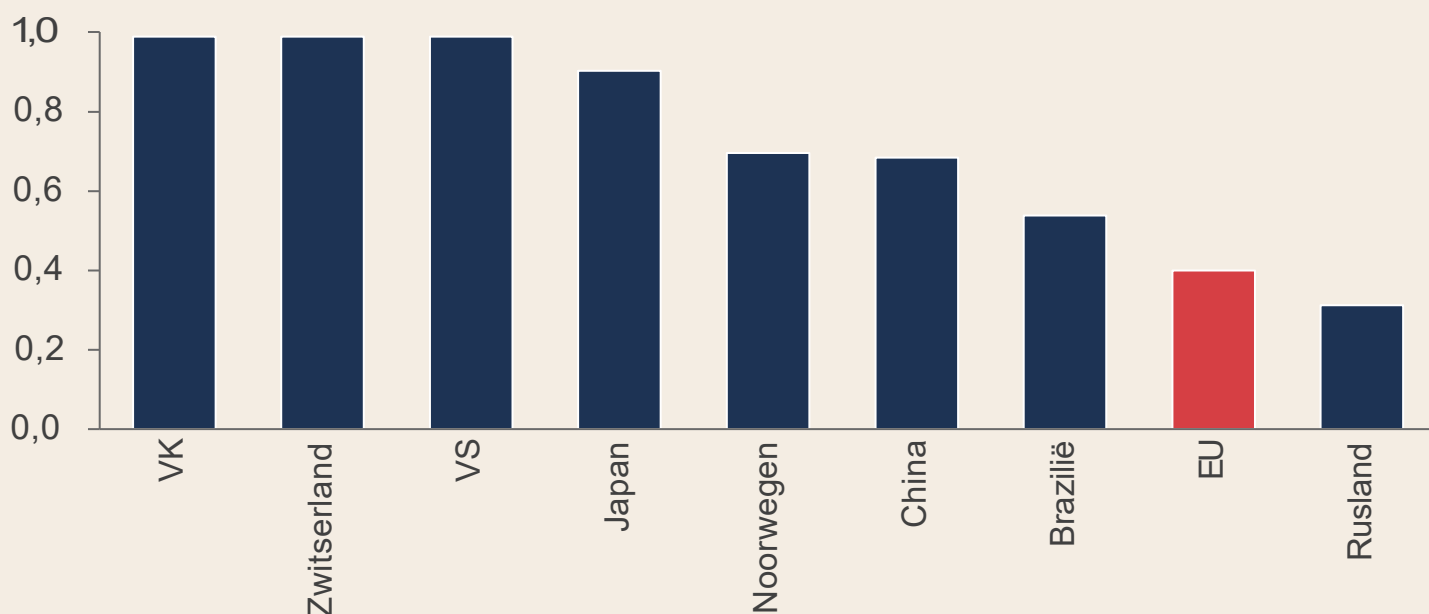
Publieke
Economie

Het rapport in één oogopslag

Kapitaalmarkten in Europa functioneren niet optimaal

Ze zijn relatief klein en gefragmenteerd. Dat heeft gevolgen voor de economische groei en stabiliteit van de Europese Unie en van Nederland.

Diepte kapitaalmarkt EUBlijft achter



Bron: IMF Financial Markets Depth index (2021)

Verdere ontwikkeling kapitaalmarktunie in belang van Nederland:



Hoger rendement op spaargeld en pensioenvermogen



Lagere financieringskosten voor bedrijven



Kansen voor financiële sector

Drie barrières voor de verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktunie:

- 1 Europese Commissie is **afhankelijk van lidstaten** om kapitaalmarkten aan te pakken
- 2 Europese Commissie geeft **te weinig richting**
- 3 Het **gevoel van noodzaak** bij lidstaten ontbreekt

Ons advies

Het kabinet moet een **voortrekkersrol** nemen in Europa

De Tweede Kamer moet samen met het kabinet **Nederlandse doelen formuleren** en opnemen in een eigen actieprogramma

Inhoud

Aanleiding voor het onderzoek en verantwoording	5
1. Integratie en ontwikkeling Europese kapitaalmarkten is belangrijk voor groei en stabiliteit	8
2. Europese beleidsagenda 'de kapitaalmarktunie' schiet tekort	13
3. Barrières bij verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten	18
4. Nederland moet positie bepalen	26
5. Ons advies	30
Literatuur	31
Appendix	35

Aanleiding voor het onderzoek en verantwoording

Dit onderzoek is een uitvoering van de motie Slootweg en Grinwis van 8 maart 2023.¹ Deze vraagt om *“analyse en advies [...] over welke juridische, praktische en politieke barrières er zijn voor een geïntegreerde Europese kapitaalmarktunie en wat daarvoor mogelijke oplossingen zijn, en daarbij de voor- en nadelen van verschillende oplossingen te benoemen.”* Op basis van deze motie hebben wij een onderzoeksvoorstel ingediend wat de Commissie Financiën van de Tweede Kamer op 14 september 2023 heeft goedgekeurd. In dit voorstel stellen wij voor (1) de barrières te onderzoeken voor de kapitaalmarktunie, (2) redenen te noemen waarom deze barrières nog niet zijn beslecht en (3) advies te geven over de volgende stappen bij de kapitaalmarktunie. In dit onderzoek volgen wij dit voorstel. Punt (1) en (2) worden tegelijkertijd behandeld in de analyse in hoofdstuk 3.

Wij geven in dit onderzoek ook enkele voorbeelden van beleid die effectief kunnen zijn voor verdere integratie en ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten. Het is echter niet in de reikwijdte van dit onderzoek om al het mogelijke beleid te analyseren en te appreciëren. Er kan dus niet met zekerheid gezegd worden dat de beleidsvoorbeelden die wij aanhalen ook het meest effectief zijn voor verdere integratie en ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten.

Wij hebben voor dit onderzoek literatuuronderzoek gedaan en verschillende experts op het gebied van de kapitaalmarktunie gesproken. Deze zijn onder andere werkzaam bij het ministerie van Financiën, De Nederlandsche Bank, de Autoriteit Financiële Markten, Dienst Analyse en Onderzoek van de Tweede Kamer en de denktank Bruegel. Wij citeren niet uit deze gesprekken. Al onze gebruikte bronnen zijn openbaar.

Het Instituut voor Publieke Economie (IPE) is een Nederlandse denktank, gespecialiseerd in economie. Het IPE publiceert onderzoek en analyse over economisch beleid. We werken daarbij samen met academische, journalistieke, ambtelijke en politieke instellingen. Het IPE is opgericht in 2022 en gevestigd te Den Haag.

De conclusies en aanbevelingen die in deze studie worden gepresenteerd, zijn het resultaat van onafhankelijk onderzoek. De verantwoordelijkheid voor de inhoud ligt uitsluitend bij de auteurs.

¹ <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/moties/detail?id=2023ZO4144&did=2023DO9690>

Samenvatting

De kapitaalmarkten in Europa functioneren niet optimaal. Ze zijn gefragmenteerd en in bepaalde lidstaten onderontwikkeld. Het gevolg is dat spaarders een lager rendement op hun spaargeld genieten en dat bedrijven te maken hebben met hogere kosten op hun leningen. Een grotere en beter functionerende kapitaalmarkt komt de economische groei ten goede en vergroot de stabiliteit van de Europese economieën.

Nederland heeft veel te winnen bij verdere ontwikkeling en integratie van Europese kapitaalmarkten. Nederlandse huishoudens kunnen bij verdere ontwikkeling en integratie meer rendement behalen op hun pensioenen en besparingen, Nederlandse bedrijven krijgen lagere financieringskosten en het biedt mogelijkheden voor Nederlandse bedrijven om uit te breiden naar andere lidstaten.

Sinds 2015 richt de Europese Unie met het actieprogramma 'kapitaalmarktunie' zich op verdere integratie en ontwikkeling van de kapitaalmarkten. De implementatie van het actieprogramma verloopt voorspoedig, maar veel fundamentele aanpassingen met grote effecten op de ontwikkeling en integratie van Europese kapitaalmarkten ontbreken.

Er zijn fundamentele aanpassingen nodig om de kapitaalmarktunie verder te brengen, met name op het gebied van toezicht, faillissements- en belastingwetgeving en pensioenen. Deze maatregelen vragen beleidsinzet op nationaal niveau en gaan soms tegen belangen in van bepaalde bedrijfssectoren.

Er zijn drie barrières die deze fundamentele aanpassingen voor de ontwikkeling en integratie van kapitaalmarkten in de weg staan:

1. **De Europese Commissie is afhankelijk van de lidstaten om kapitaalmarkten aan te pakken.** Beleidsterreinen voor de kapitaalmarktunie waarop veel voortuitgang kan worden geboekt zijn nationale aangelegenheden. De Europese Commissie heeft weinig instrumenten om iets te doen aan tegenstribbelende lidstaten.
2. **De Europese Commissie geeft te weinig richting.** De vele en uiteenlopende doelstellingen voor de kapitaalmarktunie wekken verwachtingen die niet waargemaakt kunnen worden. Zonder doel en zonder duidelijkheid over de baten lukt het niet om lidstaten over hun nationale belangen te laten heenstappen.
3. **Het gevoel van noodzaak bij lidstaten ontbreekt.** In tegenstelling tot de bankenunie, ontbreekt het de kapitaalmarktunie aan momentum.

Wij adviseren de Tweede Kamer om het kabinet te bewegen tot een voortrekkersrol. Nederland heeft in het bijzonder belang bij een beter functionerende kapitaalmarkt. Vanuit een voortrekkersrol kan Nederland de ontwikkeling en integratie van kapitaalmarkten verder aanjagen. Dit maakt de kans groter dat er grote stappen worden gezet en dat Nederlandse doelen worden behaald. Wij adviseren de Tweede Kamer daarom om gezamenlijk met het kabinet Nederlandse doelen te formuleren en deze op te nemen in een eigen actieprogramma.

Kader 1: Wat is een kapitaalmarkt?

Een kapitaalmarkt verplaatst geld van spaarders naar leners. Het bestaat uit een primaire markt, waar nieuwe financiële producten voor het eerst worden uitgegeven, en een secundaire markt waar deze producten worden verhandeld tussen investeerders.

Actoren aan de aanbodzijde bieden kapitaal aan in ruil voor rendement, bijvoorbeeld dividend of rente. Voorbeelden zijn banken, fondsbeheerders en (particuliere) beleggers. Actoren aan de vraagzijde zijn op zoek naar kapitaal om investeringen te doen en geven daartoe obligaties of aandelen uit. Tussenpersonen, zoals handelsplatformen, investeringsbanken en beleggingsinstellingen brengen vraag en aanbod samen. Op een kapitaalmarkt worden middelen met een looptijd van twee jaar of langer verhandeld.

1. Integratie en ontwikkeling Europese kapitaalmarkten is belangrijk voor groei en stabiliteit

De kapitaalmarktunie is een beleidsagenda gericht op het ontwikkelen en integreren van Europese kapitaalmarkten. Voordat we ingaan op deze beleidsagenda tonen wij welke problemen het probeert op te lossen. In dit hoofdstuk gaan wij daarom in op de huidige status van de Europese kapitaalmarkten, tonen we welke verbeteringen mogelijk zijn en laten we zien welke voordelen Europa en Nederland genieten bij een betere werking van deze kapitaalmarkten.

1.1 Kapitaalmarkten functioneren in de Europese Unie niet optimaal

In een optimaal functionerende kapitaalmarkt is er goede afstemming tussen vraag en aanbod van kapitaal. Alle marktparticipanten hebben in een optimale kapitaalmarkt dezelfde regels en dezelfde toegang tot financiële producten en diensten.² In theorie betekent dit dat producten met hetzelfde risicoprofiel gelijke prijzen hebben ongeacht het land waarin ze verhandeld worden en dat de soepele overdracht van financiële stromen ervoor zorgt dat ongeacht de vestigingsplaats overeenkomstige risicovolle producten hetzelfde verwachte rendement hebben.³

De kapitaalmarkten in de Europese Unie functioneren niet optimaal. De Europese kapitaalmarkten zijn gefragmenteerd en relatief klein. Zo is er in de EU ongeveer 6.000 miljard euro aan investeerbare bezittingen wat ongeveer 50 procent van het bruto binnenlands product (bbp) is; in de Verenigde Staten is dit 90 procent van bbp.⁴ Fragmentatie openbaart zich in de verschillen in ontwikkeling van

kapitaalmarkten tussen lidstaten (figuur 1) en in kapitaal dat vooral binnen landsgrenzen blijft ("*home bias*").

Hierdoor zijn er hogere kosten voor zowel vragers als aanbieders van kapitaal. Bedrijven in lidstaten met ondiepe en ontoegankelijke kapitaalmarkten hebben vaak geen andere optie dan te lenen van lokale banken, wat in hogere kosten resulteert. Voor bedrijven die wel kapitaal ophalen via aandelen- en obligatiemarkten zijn door het lage aanbod van kapitaal de kapitaalkosten relatief hoog. Bedrijven betalen in sommige lidstaten tot 2,5 procentpunt meer aan schulden dan hun sectorgenoten in andere lidstaten.⁵ Niet alleen bedrijven worden geconfronteerd met hogere kosten, ook bepaalde aanbieders van kapitaal zijn de dupe van slecht functionerende kapitaalmarkten. Zo zijn de kosten voor particuliere beleggers hoger dan voor institutionele beleggers.⁶

De Verenigde Staten hebben beter functionerende kapitaalmarkten. Er wordt vaak naar de Verenigde Staten gewezen als voorbeeld voor goed functionerende kapitaalmarkten. Bedrijven worden in de Verenigde Staten vaker gefinancierd via de kapitaalmarkten en zijn minder afhankelijk van de bankensector. Maar ook de Amerikaanse kapitaalmarkten hebben te maken met fragmentatie; er zijn bijvoorbeeld meerdere concurrerende handelsplatforms.⁷ Het voornaamste verschil met de Europa is dat actoren op de Amerikaanse kapitaalmarkten niet geconfronteerd worden met verschillende

² ECB (2004)

³ Thomadakis & Lannoo (2019)

⁴ IMF (2019)

⁵ IMF (2019)

⁶ Thomadakis & Lannoo (2019)

⁷ Better finance (2023); Mackintosh (2023)

rechtssystemen en belastingwetgeving.⁸

1.2 Europese Unie kan via kapitaalmarkten groeipotentieel verhogen en stabiliteit verbeteren

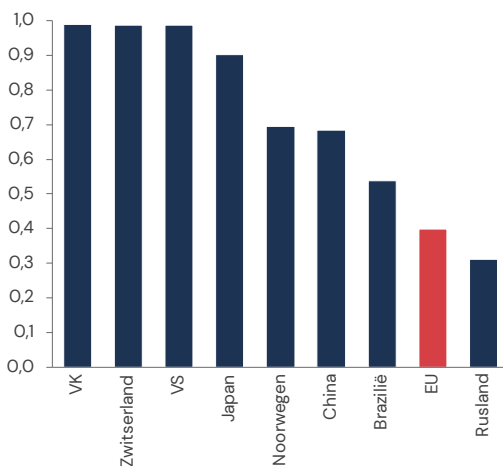
Beter functionerende kapitaalmarkten kunnen het groeipotentieel in Europa verhogen. Wanneer de kapitaalmarkten in Europa efficiënter opereren, zal de afstemming tussen vraag en aanbod van kapitaal verbeteren wat leidt tot een toename in investeringen, een belangrijke voorwaarde voor productiviteitsgroei en daarmee economische groei.⁹ De concurrentie tussen tussenpersonen, zoals investeringsbanken, handelsplatformen en beleggingsinstellingen, zal

toenemen, wat zal resulteren in lagere kapitaalkosten voor leners en hogere rendementen voor spaarders. Bovendien wordt verwacht dat het aanbod van kapitaal zal toenemen doordat de Europese markt aantrekkelijker wordt voor investeerders van buiten de EU.¹⁰

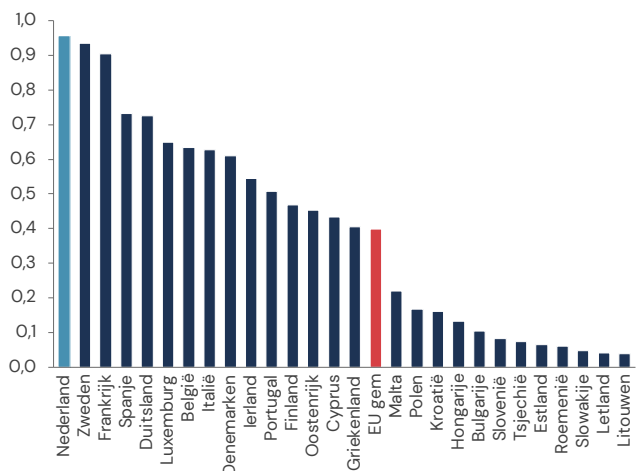
Groeipotentieel wordt ook verhoogd door betere financiering van jonge innovatieve bedrijven. Voor innovatieve *start-ups* is het moeilijk om bankfinanciering te krijgen door het hoge risico en het gebrek aan onderpand omdat veel van de activiteiten gebaseerd zijn op immateriële activa. Kapitaalverschaffers, zoals *private equity* en durfkapitaal partijen (*venture capital*) zijn eerder bereid geld te steken in deze hoge risico-investeringen,

Figuur 1: Diepte kapitaalmarkten

Diepte kapitaalmarkt EU blijft achter



Grote verschillen tussen lidstaten



Bron: IMF Financial Markets Depth index (2021)

Instituut
voor
Publieke
Economie

Noot1: De term 'diepte' geeft de grootte en liquiditeit van een kapitaalmarkt weer. De diepte is berekend aan de hand van gegevens over de beurskapitalisatie, verhandelde aandelen, internationale schuldbewijzen van de overheid en totale schuldbewijzen van financiële en niet-financiële bedrijven, alle ten opzicht van bbb. Bron: IMF Financial Development Index database (2021).

Noot2: Nederland heeft op basis van deze data de diepste kapitaalmarkten van de Europese Unie. Dat is mede te verklaren door het grote pensioenvermogen en de relatief ver ontwikkelde aandelen- en obligatiemarkten.

⁸ Het verschil in ontwikkeling tussen Amerikaanse en Europese kapitaalmarkten is ook te verklaren door historische ontwikkeling. Amerikaanse kapitaalmarkten ontstonden als reactie op slecht functionerende bankfinanciering. Europese banken hebben echter altijd een prominente rol gespeeld in de financieringsbehoefte van bedrijven, wat de noodzaak tot Europese kapitaalmarkten kleiner maakte. Gordon & Judge (2018)

⁹ Rajan & Zingales (1996)

¹⁰ Europese Commissie (2020)

onder andere doordat zij goed zijn in het opsporen van veelbelovende projecten (*winner picking*).¹¹ Maar de Europese markten voor durfkapitaal en *private equity* zijn relatief onderontwikkeld (zie figuur 2).¹² Dit beperkt de mogelijkheden voor financiering van *start-ups* en heeft negatieve gevolgen voor economische groei.

Daarnaast kan een goed functionerende kapitaalmarkt in de Europese Unie zorgen voor financiële stabiliteit. Beter functionerende kapitaalmarkten verminderen de afhankelijkheid van bankfinanciering. Financiële systemen die sterk afhankelijk zijn van bankfinanciering zijn meer vatbaar voor financiële crises.¹³ Ook hebben bankgerichte economieën langer de tijd nodig voor herstel van een financiële crisis, doordat er minder ruimte is voor het verstrekken van nieuwe leningen vanwege een grote hoeveelheid niet-rendende leningen op bankbalansen.¹⁴

Beter ontwikkelde en geïntegreerde kapitaalmarkten verbeteren de macro-economische stabiliteit op nationaal niveau, maar vergroten systeemrisico op Europees niveau bij een grote schok. Geïntegreerde kapitaalmarkten creëren ruimte voor risicodeling, doordat investeringen meer gespreid worden over landen. Investeringen zijn dan minder gecorreleerd met het nationaal inkomen van een land, wat de gevoeligheid van huishoudens en investeerders voor nationale schokken vermindert. Uit onderzoek blijkt dat tussen 2007 en 2014 kapitaalmarkten in de VS 22% van de schokken absorbeerden, tegenover 2% in de eurozone.¹⁵ Keerzijde van private risicodeling is dat het systeemrisico toeneemt. De impact van een grote lokale

economische schok kan makkelijker verspreiden door de verbondenheid van nationale kapitaalmarkten.¹⁶

Recente ontwikkelingen maken volgens de Europese Commissie integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten urgenter.¹⁷ De klimaattransitie en digitale transitie vereisen grote private investeringen die aangejaagd kunnen worden door beter geïntegreerde en ontwikkelde kapitaalmarkten met een divers(er) aanbod van (markt)financiering. Daarnaast bieden beter geïntegreerde en ontwikkelde kapitaalmarkten een oplossing voor de uitdagingen van vergrijzing. Marktgerichte pensioenstelsels kunnen gebruik maken van de kapitaalmarkten en zo pensioengeld beter laten renderen. Ook biedt de integratie van kapitaalmarkten kansen voor de internationale rol van de euro, doordat de Europese markt aantrekkelijker wordt voor internationale beleggers.

Ook de Brexit heeft de urgentie vergroot. Met de Brexit verloor de Europese Unie haar belangrijkste kapitaalmarkt, zowel in grootte als in connecties. Londen vormde het financiële hart van de Europese Unie en fungeerde als een belangrijke toegangspoort tot de Amerikaanse kapitaalmarkt. Het vertrek van het Verenigd Koninkrijk zorgt dat Europese kapitaalmarkten niet meer verbonden zijn via Londen en dus meer gefragmenteerd zijn.¹⁸ Tegelijk biedt de Brexit kansen, in het bijzonder voor Nederland, door de verplaatsing van activiteiten naar het Europese vasteland.¹⁹

¹¹ Demertzis et al. (2021)

¹² Thomadakis & Lannoo (2019), Europese Commissie (2023a)

¹³ Demertzis et al. (2021); Bats & Houben (2017)

¹⁴ IMF (2019)

¹⁵ Milano (2017)

¹⁶ Thomadakis & Lannoo (2019); Anderson et al. (2016); IMF (2019)

¹⁷ Europese Commissie (2020); zie ook de speech van Klaas Knot van 9/11/2023

¹⁸ IMF (2019); High Level Forum on Capital Markets Union (2020); Commissie Europese economie (2021)

¹⁹ Zo is een deel van het dagelijks handelsvolume na de Brexit verplaatst naar Amsterdam, zie bijvoorbeeld Stafford (2021)

1.3 Nederland heeft belang bij verbetering Europese kapitaalmarkten

Nederland heeft baat bij beter functionerende Europese kapitaalmarkten. Beter functionerende Europese kapitaalmarkten vergroten de stabiliteit in de eurozone en stimuleren de economische groei. Dit is van belang voor Nederland, iets wat het kabinet onderschrijft.²⁰ Naast dit algemene belang, zijn er ook specifiek Nederlandse uitdagingen waarin beter functionerende kapitaalmarkten van betekenis kunnen zijn.

Het helpt de Nederlandse huishoudens. In Nederland is sprake van een spaaroverschot, waardoor veel spaargeld op zoek is naar rendabele investeringen.²¹ Het huidige rendement op spaardeposito's is relatief laag.²² Door beter ontwikkelde kapitaalmarkten ontstaan er meer investeringsmogelijkheden, wat de Nederlandse spaarders ten goede komt. Dit geldt ook voor de Nederlandse pensioenfondsen, waar een groot deel van het Nederlandse vermogen zich bevindt. Nederlandse pensioenfondsen beleggen het grootste gedeelte van hun vermogen in het buitenland, waarvan 40% in andere Europese landen en 24% in de Verenigde Staten.²³ Beter functionerende Europese kapitaalmarkten leiden, door een verruiming van investeringsmogelijkheden en lagere transactiekosten, tot hoger rendement van het Nederlandse pensioenvermogen.

Het vermindert kosten voor Nederlandse

bedrijven. Met name het midden- en kleinbedrijf is in Nederland afhankelijk van bankleningen en blijkt moeilijk aan financiering te kunnen komen, wat resulteert in hogere kosten.²⁴ De bankensector is in Nederland bovendien sterk geconcentreerd; de renteniveaus wijzen op marktmacht van banken.²⁵ Meer integratie van Europese kapitaalmarkten vergroot het aanbod van kapitaal en daarmee de financieringsmogelijkheden voor Nederlandse bedrijven.²⁶ Dit benadrukte de Nederlandse overheid ook in de beginfase van de kapitaalmarktunie.²⁷

Het biedt mogelijkheden voor Nederlandse bedrijven om uit te breiden naar andere lidstaten. Het aandeel van de financiële sector in de Nederlandse economie is relatief groot.²⁸ Meer ontwikkelde en geïntegreerde Europese kapitaalmarkten bieden kansen voor bedrijven in deze sector. Het wordt voor hen makkelijker om bedrijfsactiviteiten uit te breiden naar andere lidstaten. Er is dan ook een aantal Nederlandse bedrijven dat een verdere integratie en ontwikkeling van Europese kapitaalmarkten toejuicht.²⁹ Ook kunnen meer ontwikkelde en geïntegreerde Europese kapitaalmarkten onderdelen van de Nederlandse kapitaalmarkt verder versterken, bijvoorbeeld doordat er meer handel plaatsvindt op Nederlandse handelsplatformen.³⁰

²⁰ Ministerie van Buitenlandse Zaken (2020)

²¹ CPB (2015); DNB (2019)

²² De ACM doet op dit moment onderzoek naar de werking van de Nederlandse spaarmarkt vanwege de achterblijvende spaarrentes.

²³ DNB (2023)

²⁴ Zo was de marktrente in 2018 op bedrijfsleningen met een looptijd van 1 tot 5 jaar 2,3% in Nederland, gevolgd door 1,6% in Duitsland en 1,4% in Italië CPB (2019)

²⁵ CPB Policy brief mkb-bankfinanciering (2019); Brouwer et al. (2023)

²⁶ Ministerie van Buitenlandse Zaken (2020)

²⁷ Ministerie van Financiën (2015)

²⁸ WRR (2019); Ministerie van Financiën (2023a)

²⁹ Voorbeelden zijn Optiver, BNP Paribas en ING die zich actief in het debat mengen door position papers te publiceren.

³⁰ Zo is de gas futures market (TTF), gevestigd in Amsterdam, nu al aantrekkelijk voor beurshandelaren van binnen en buiten de EU, zie bijvoorbeeld trendoverzicht 2023 van AFM.

1.4 Hiervoor moeten Europese kapitaalmarkten integreren en ontwikkelen

De Europese kapitaalmarkten kunnen verder geïntegreerd worden. Zo kan de regelgeving geharmoniseerd en verbeterd worden. Veel landen hanteren eigen insolventie- en belastingwetgeving, wat grensoverschrijdende investeringen bemoeilijkt.³¹ Verschillen in wetgeving leiden tot terughoudendheid bij investeerders en vergroten de administratieve lasten van bedrijven die buitenlands kapitaal willen aantrekken. Gedecentraliseerd toezicht zorgt daarnaast voor arbitragemogelijkheden, hogere administratieve lasten en verschillen in bescherming van aanbieders van kapitaal.³² In de kaders van hoofdstuk 3 worden deze beleidsgebieden nader toegelicht.

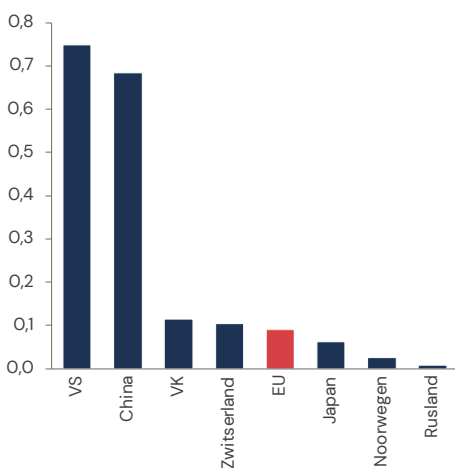
Daarnaast kan de toegang verbeterd worden door het wegnemen van informatiebarrières. Door verschillen in financiële

geletterdheid zijn ondernemers niet altijd bekend met de financieringsmogelijkheden die kapitaalmarkten bieden. Ook investeerders ontbreekt het soms aan voldoende en/of juiste informatie over bedrijven in andere landen om tot grensoverschrijdende investeringen over te gaan.³³

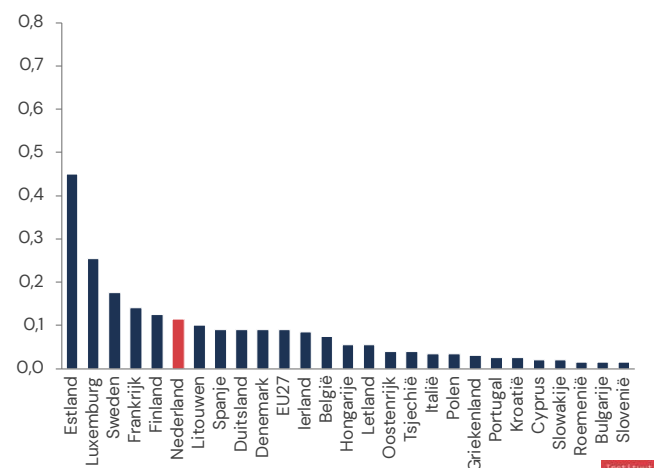
Ook kunnen kapitaalmarkten in sommige lidstaten verder ontwikkeld worden. Integratie van kapitaalmarkten tussen lidstaten kan alleen plaatsvinden als er functionerende kapitaalmarkten zijn. Er zijn grofweg drie landengroepen te onderscheiden in Europa. Landen met diepe en ver ontwikkelde kapitaalmarkten (over het algemeen de Noordwestelijke lidstaten), landen met relatief ontwikkelde kapitaalmarkten, maar waarvan de diepte van de markt niet in verhouding is met de grootte van hun economie (bijvoorbeeld Duitsland, Italië en Spanje) en kleinere lidstaten met ondiepe, laagontwikkelde kapitaalmarkten (over het algemeen Centraal en Oost-Europese lidstaten).³⁴

Figuur 2: Durfkapitaalinvesteringen

Durfkapitaalinvesteringen (% bbp) blijven achter in Europa



Grote verschillen in durfkapitaalinvesteringen (% bbp) tussen lidstaten



Bronnen: Europese Commissie (2023a) en OECD (2023)

Instituut voor
Publieke
Economie

Noot: durfkapitaalinvesteringen in het jaar 2022 als percentage van het bbp. Voor Japan en Rusland ontbraken data uit 2022. Voor deze landen zijn resp. de jaren 2021 en 2019 gebruikt. Bronnen: OECD (2023) en Europese Commissie (2023a)

³¹ High Level Forum on the Capital Markets Union (2020); IMF (2019); Demertzis et al. (2021)

³² High Level Forum on the Capital Markets Union (2020)

³³ High Level Forum on the Capital Markets Union (2020)

³⁴ New Financial (2020)

2. Europese beleidsagenda de 'kapitaalmarktunie' schiet tekort

De 'kapitaalmarktunie' past in een lange geschiedenis van het integreren en ontwikkelen van de Europese kapitaalmarkten. In dit hoofdstuk gaan wij in op de meest recente ontwikkelingen: de kapitaalmarktunieprogramma's van 2015 en 2020. Wij tonen de voortgang van deze programma's en laten zien dat veel belangrijk beleid voor de integratie en ontwikkeling van Europese kapitaalmarkten geen of in beperkte mate onderdeel is van de actieprogramma's.

2.1 De kapitaalmarktunie is de meest recente ontwikkeling in integratie en ontwikkeling van Europese kapitaalmarkten

Kapitaalmarkten ontwikkelen en integreren is een langetermijnonderneming. Kapitaalmarkten zijn complex en bestaan uit allerlei lagen van overheidsinstituties, zelfregulerende instituties en andere actoren die met elkaar interacteren. Dit kost jaren om tot wasdom te komen.³⁵ Daarnaast raken kapitaalmarkten aan factoren die niet snel te veranderen zijn, zoals sociale en culture normen, pensioenstelsels en het zakelijke, wettelijke en regelgevende klimaat in een land.³⁶ Kapitaalmarktintegratie in Europa is dan ook een project van de lange adem. Met het Verdrag van Rome in 1958 werd hiermee begonnen. Sindsdien zijn er ongeveer vier harmonisatiegolven geweest. Sinds 2015 spreekt men van de kapitaalmarktunie (Kader 2).³⁷

De kapitaalmarktunie is een beleidsagenda waar veel doelen en beleid onder wordt

geschaard. Hoewel de basis voor geïntegreerde kapitaalmarkten al in de vorige eeuw werd gelegd met het Verdrag van Maastricht, is de term 'kapitaalmarktunie' pas sinds 2015 gangbaar. De Commissie koos doelbewust voor de term 'unie' om de complementariteit met de economische en monetaire unie en de bankenunie te benadrukken.³⁸ Het concept van de kapitaalmarktunie moet worden begrepen als een beleidsagenda gericht op het optimaliseren van de interne markt voor kapitaal. Het impliceert niet dat er perfect geïntegreerde en volledig ontwikkelde kapitaalmarkten zullen ontstaan zodra de acties onder de kapitaalmarktunie zijn afgerond. Waarschijnlijk zullen er altijd verschillen blijven bestaan in kapitaalmarkten tussen lidstaten. Net zoals er ook verschillen zijn tussen de kapitaalmarkten in Silicon Valley en New York in de Verenigde Staten.³⁹

De beleidsagenda kapitaalmarktunie bevat twee actieprogramma's. In 2015 kwam het eerste actieprogramma, een vervolg kwam er in 2020. De Europese Commissie formuleert in deze actieprogramma's de belangrijkste doelstellingen en werkt dit vervolgens uit in een aantal voorstellen. De voorstellen uit de actieplannen kunnen zowel wetgevende als niet-wetgevende voorstellen zijn. Wetgevende voorstellen worden gedaan voor nieuwe of een herziening van bestaande richtlijnen en verordeningen. Niet-wetgevende voorstellen zijn bijvoorbeeld studies van deskundigen, raadplegingen en *best-practices*.⁴⁰ Deze voorstellen, of onderdelen daarvan, worden ingediend bij de Raad van de

³⁵ Er is een grote mate van padafhankelijkheid in de structuur van de kapitaalmarkt, zoals de verschillen tussen Europese en Amerikaanse kapitaalmarkten tonen (Gordon & Judge, 2018)

³⁶ New Financial (2020)

³⁷ Thomadakis & Lannoo (2019); Europese Commissie (2023b)

³⁸ Qualia et al. (2016)

³⁹ Mackintosh (2023)

⁴⁰ Europese Rekenkamer (2020)

Europese Unie en het Europees Parlement, die vervolgens amendementen kunnen indienen. Zodra de Raad, het Parlement en de Commissie het eens zijn geworden kan het voorstel worden aangenomen.⁴¹

Het actieplan uit 2020 is ambitieuzer dan het actieplan uit 2015. Zo is er meer aandacht voor de toegang en bescherming van particuliere beleggers en de mogelijkheden voor kapitaalmarktfinanciering voor MKB-ondernemingen.⁴² Waar in het actieplan van 2015 veel actiepunten voorbereidend en onderzoekend waren (e.g. "Onderzoek naar mogelijkheden om pan-Europese informatiesystemen te ontwikkelen of te ondersteunen") worden in het actieplan van 2020 meer concrete voorstellen gedaan (e.g. "Instellen centraal Europees toegangspunt voor bedrijfsdata").

Momenteel heeft de Eurogroep de handschoen opgepakt bij de kapitaalmarktunie. Tijdens de Eurotop van maart 2023 werd opgeroepen om de kapitaalmarktunie verder te brengen. Op dit moment werkt de Eurogroep aan een strategisch initiatief om overeenstemming te bereiken over de belangrijkste prioriteiten op middellange en langere termijn voor de ontwikkeling van Europese kapitaalmarkten.⁴³ De Eurogroep is van plan in maart 2024 met een voorstel te komen.⁴⁴ De eerste en tweede fase van het initiatief zijn afgerond. Hierin werd de huidige staat van de Europese kapitaalmarkten in kaart gebracht, deelden IMF, ECB en de Europese Commissie hun visie en vonden gesprekken met marktspelers plaats.⁴⁵ Vanaf januari 2024 zullen de politieke onderhandelingen plaatsvinden. Het doel is om tot een gezamenlijk akkoord te komen

met prioriteiten voor het mandaat van de volgende Commissie.

2.2. Kapitaalmarktunieplannen zijn niet ambitieus genoeg

De implementatie van de voorstellen uit de actieprogramma's verloopt voorspoedig. De acties uit het actieplan van 2015 en uit de tussentijdse evaluatie van 2017 zijn grotendeels uitgevoerd.⁴⁶ Ook de voorstellen uit het actieplan van 2020 worden voortvarend opgepakt. Over een groot gedeelte van de actiepunten is een akkoord bereikt of is een wetsvoorstel door de Europese Commissie gepubliceerd. Voorbeelden zijn het instellen van een Europees toegangspunt voor bedrijfsinformatie (ESAP), dat naar verwachting in 2027 in werking treedt, publicatie van een Europees kader voor de financiële geletterdheid en een akkoord over de invoering van een zogenoemde *Consolidated Tape*, een Europees informatiesysteem met geconsolideerde informatie over handel in financiële producten zoals aandelen en obligaties.⁴⁷

Maar er is kritiek dat de actieplannen te weinig ambitieus zijn. Veel belangrijke maatregelen die de integratie van kapitaalmarkten een impuls zouden kunnen geven staan niet in de actieplannen, bijvoorbeeld op het gebied van insolventie- en belastingwetgeving (zie kader 3 in hoofdstuk 3), pensioenen (zie kader 4 in hoofdstuk 3) en toezicht (zie kader 5 in hoofdstuk 3). Ook is er kritiek dat de plannen van de Europese Commissie uiteindelijk afgezwakte versies zijn bij implementatie als gevolg van een compromis tussen het Europees Parlement, de Europese Commissie en de

⁴¹ Sommige beleidsvoorstellen uit het actieplan moeten door de Raad met unanimiteit, bijvoorbeeld waar het belastingherziening betreft; andere wetgeving kan door de Raad met gekwalificeerde meerderheid. (Europese Unie, 2023)

⁴² New financial (2020)

⁴³ Donohoe (2023)

⁴⁴ Daarnaast wordt er in 2024 een rapport van Mario Draghi verwacht over de Europese concurrentiekracht, waarbij uitdagingen voor de eengemaakte markt in kaart worden gebracht (Reuters, 2023)

⁴⁵ Donohoe (2023)

⁴⁶ Europese Commissie (2020)

⁴⁷ Europese Commissie (2023b)

Raad (zie kader 6 in hoofdstuk 3).⁴⁸

Of de actieplannen leiden tot beter functionerende kapitaalmarkten is lastig te zeggen. De voorstellen uit de actieplannen zijn weliswaar grotendeels uitgevoerd, maar verbeteringen in het functioneren van kapitaalmarkten zijn niet direct af te leiden. Dat komt in de eerste plaats door de gebrekkige monitoring van de geboekte vooruitgang.⁴⁹ In 2021, zes jaar na het eerste actieplan, begon de Europese Commissie pas de voortgang te monitoren.⁵⁰ Ten tweede zijn verbeteringen niet direct zichtbaar: het kost tijd voordat wijzigingen volledig zijn doorgevoerd en terug te zien zijn in het functioneren van de kapitaalmarkten. Er zijn wel onderzoeken naar de status van Europese kapitaalmarkten. Deze zien vaak beperkte verbeteringen.⁵¹ Er zijn daarnaast signalen dat significante verbetering in de diepte van kapitaalmarkten uitblijft: Europese bedrijven zijn bijvoorbeeld nog steeds sterk afhankelijk van bankfinanciering.⁵²

De meeste voortgang wordt geboekt bij de lidstaten die al vergevorderde kapitaalmarkten hebben. Als er verbetering is van de werking van kapitaalmarkten op Europees niveau komt dit voornamelijk doordat de kapitaalmarkten van lidstaten met al goed functionerende kapitaalmarkten nog beter zijn geworden.⁵³ Een voorbeeld hiervan is de registratie van durfkapitaalfondsen onder EUVECA en EU-ef regelgeving. De toename in registraties werd volledig veroorzaakt door landen met al relatief goed ontwikkelde durfkapitaalmarkten.⁵⁴

2.3. Fundamentele aanpassingen in kapitaalmarkten zijn nodig

Op het gebied van integratie van Europese kapitaalmarkten moeten stappen worden gezet. Kapitaal blijft echter nog veel binnen de lidstaten. Om grensoverschrijdende investeringen te stimuleren moet wet- en regelgeving geharmoniseerd worden. Grote winst kan behaald worden in het harmoniseren van insolventie- en belastingwetgeving (zie kader 3 in hoofdstuk 3) het centraliseren van toezicht (zie kader 5 in hoofdstuk 3), en het stimuleren van private pensioenopbouw (zie kader 4 in hoofdstuk 3).⁵⁵

Er moeten ook stappen worden ondernomen om de ontwikkeling van kapitaalmarkten te bevorderen. In sommige lidstaten ontbreekt het momenteel aan een goed functionerende kapitaalmarkt. Consumenten behouden hun spaargeld op bankrekeningen, terwijl bedrijven grotendeels afhankelijk zijn van banken voor financiering. In landen zoals Duitsland, Italië en Spanje komt 80% van de bedrijfsleningen van banken.⁵⁶ Hoewel het harmoniseren van wetgeving kan bijdragen aan het vergroten van kapitaalmarkten in deze lidstaten, is het waarschijnlijk niet voldoende om de overgang naar goed functionerende nationale kapitaalmarkten te bewerkstelligen. Hierbij zijn ook beleidsaanpassingen binnen de lidstaat zelf nodig, met name bij nationale aangelegenheden zoals pensioen- en belastingstelsels, investeringsklimaat en financiële geletterdheid. Voorbeelden van dergelijke maatregelen zijn het versterken van de markt voor staatsobligaties in Bulgarije, het verscherpen van nationaal

⁴⁸ Ook bij de zogenaamde Consolidated Tape is deze tensie terug te zien, zie Brenton (2023).

⁴⁹ De Europese Rekenkamer (2020) uitte kritiek op monitoring van de geboekte vooruitgang. Deze was inconsistent en onregelmatig

⁵⁰ Europese Commissie (2023)

⁵¹ Zie bijvoorbeeld de jaarlijkse rapportages van AFME, New Financial en Better Finance

⁵² New Financial (2020); AFME (2023)

⁵³ New Financial (2020)

⁵⁴ Europese Rekenkamer (2020)

⁵⁵ Zie bijvoorbeeld de *background notes* van IMF (2019)

⁵⁶ New Financial (2023)

toezicht in Griekenland en het versoepelen van regelgeving met betrekking tot durfkapitaal in Duitsland.⁵⁷

⁵⁷ European Bank for Reconstruction and Development (2022); Aristeidou (2023); IMF (2023)

Kader 2: Kapitaalmarktintegratie in Europa

1958	Verdrag van Rome
1980-1990	Europese regelgeving voor beursnotering (harmonisatiegolf 1)
1990-1995	Verdrag van Maastricht (harmonisatiegolf 2)
1995-2010	Financial Service Action plan (FSAP) (harmonisatiegolf 3)
2010-2014	Regelgeving in nasleep financiële crisis (harmonisatiegolf 4)
2014	Oprichting bankenunie
2015	Eerste KMU actieplan
2017	Tussentijdse evaluatie en uitbreiding eerste actieplan
2019	Voortgangsrapport
2020	Tweede KMU actieplan
2021-2022	Wetgevingsvoorstellen
2024	Voorstel vanuit Eurogroep

Noot: kader weergeeft grove indicatie van ontwikkeling van Europese kapitaalmarktintegratie door de tijd heen; betreft een niet-volledige lijst.

Bronnen: Thomadakis & Lannoo (2019); Europese Commissie (2023b)

3. Verschillende barrières bij verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten

Voorgaande hoofdstukken laten zien dat de Europese kapitaalmarkten verder ontwikkeld en geïntegreerd kunnen worden. Wij identificeren in dit hoofdstuk drie barrières die verdere stappen in de weg staan. Wij zien dat (1) de Europese Commissie afhankelijk is van de lidstaten om kapitaalmarkten aan te pakken, maar dat (2) de Europese Commissie hierbij te weinig richting geeft en (3) het gevoel van noodzaak bij lidstaten ontbreekt. Daarnaast geven wij in de kaders bij dit hoofdstuk inzicht in de besluitvorming van belangrijke maatregelen voor de integratie en ontwikkeling van de kapitaalmarkten.

3.1 De Europese Commissie is afhankelijk van lidstaten om kapitaalmarkten aan te pakken

De gevolgen van verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten kunnen op weerstand stuiten in lidstaten. Zo zullen er lidstaten zijn die geen controle over bepaalde instituties willen verliezen, bijvoorbeeld hun nationale toezichthouders, of willen voorkomen dat bepaalde marktspelers, zoals beurzen, naar andere Europese landen vertrekken.⁵⁸ Daarnaast kunnen verschillende belangengroepen weerstand bieden. Zo zullen banken bij verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten een minder prominente rol spelen in financieringsverschaffing wat tot een tegenlobby kan leiden. Kleinere Europese banken in lidstaten waren bijvoorbeeld kritisch op het eerste actieplan, omdat zij naar eigen zeggen beter in staat zijn het midden-

en kleinbedrijf van financiering te voorzien.⁵⁹ Maar ook ogenschijnlijke voorstanders van de kapitaalmarktunie kunnen op specifieke voorstellen dwarsliggen, vanwege de grote impact op hun huidige bedrijfsmodel.⁶⁰ Tot slot kunnen ook de beleidsaanpassingen die nodig zijn om de kapitaalmarkten te ontwikkelen of integreren op weerstand stuiten binnen lidstaten. Het kan voorkomen dat lidstaten bepaalde nationale wetgeving, noodzakelijk voor verdere integratie van de kapitaalmarkten, zoals het insolventierecht (zie kader 3), niet willen aanpassen. Het insolventierecht van een land rust op bestaande jurisprudentie, beleidsvoorkeuren en wetgevingstradities. Een hervorming hiervan vergt tijd en overeenstemming tussen diverse belanghebbenden, waarbij de belangen van de kapitaalmarktunie het onderspit kunnen delven. Hetzelfde geldt voor een hervorming van het pensioenstelsel (zie kader 4). Om het kapitaalmarkt aanbod in een lidstaat te vergroten, is private pensioenopbouw wenselijk, terwijl veel Europese landen hun pensioenen publiek hebben geregeld. Een dergelijke ingrijpende verandering van het pensioenstelsel vereist niet alleen overeenstemming tussen alle betrokken partijen, maar ook een breed draagvlak onder de inwoners van de lidstaat. Tabel 1 in de appendix brengt potentiële winnaars en verliezers van enkele beleidsvoorstellen in kaart.

De Europese Commissie heeft weinig instrumenten om iets te doen aan tegenstribbelende lidstaten. De Europese Commissie probeert tot nu toe met de

⁵⁸ Quaglia et al. (2016)

⁵⁹ Quaglia et al. (2016)

⁶⁰ Een voorbeeld is de positie van handelsplatformen tegenover de Consolidated Tape wetgeving. Handelsplatformen hebben veel te winnen bij meer geïntegreerde Europese kapitaalmarkten en worden dan ook als voorstanders van de KMU beschouwd. Toch uitten ze kritiek op de Consolidated Tape wetgeving, zo blijkt uit berichtgeving van het Financiële Dagblad (Cats & Rotteveel, 2021)

actieprogramma's de kapitaalmarktunie vorm te geven. Dit is echter geen sterk middel om lidstaten in beweging te krijgen. De Europese Commissie zou daarnaast met landspecifieke aanbevelingen (LSA's) lidstaten kunnen aansporen hervormingen door te voeren om hun kapitaalmarkt te ontwikkelen.⁶¹ Momenteel staan er weinig maatregelen over de kapitaalmarktunie in de LSA's; als deze er wel in staan heeft de Commissie weinig drukmiddelen om de lidstaten tot hervormingen te laten overgaan.⁶²

3.2 De Europese Commissie geeft te weinig richting aan lidstaten

Terugkerende kritiek is dat de actieplannen te vaag zijn en een duidelijk einddoel ontbreekt. De Europese Rekenkamer (2020) onderzocht of de doelstellingen uit het eerste actieplan en de tussentijdse evaluatie behaald zijn en stelt vast dat de doelstellingen van de kapitaalmarktunie vaag waren en dat prioriteiten te laat vastgesteld werden. Ook is er kritiek op de complexiteit van de wetgeving.⁶³ Zo blijft de prospectusregelgeving complex en duur voor mkb-bedrijven.⁶⁴

Lidstaten hebben daarnaast hun eigen ideeën over de kapitaalmarktunie. Lidstaten zijn het niet altijd eens over de stappen die ondernomen moeten worden. Er is bijvoorbeeld geen overeenstemming in hoeverre de

kapitaalmarktunie tot centralisatie moet leiden. Voor lidstaten met sterk ontwikkelde kapitaalmarkten biedt centralisatie kansen, omdat marktspelers wegens schaalvoordelen naar hen toetrekken.⁶⁵ Lidstaten met minder ver ontwikkelde kapitaalmarkten staan huiveriger tegenover centralisatie vanwege de angst om opgeslokt te worden.⁶⁶

De vele en uiteenlopende doelstellingen voor de kapitaalmarktunie wekken verwachtingen die niet waargemaakt kunnen worden. De inhoud van het eerste kapitaalmarktunie-actieplan en de communicatie daarover wekten hoge verwachtingen. Met het actieplan zou de basis gelegd worden voor een goed functionerende Europese kapitaalmarktunie.⁶⁷ Desondanks zijn de ambities voor de kapitaalmarktunie in het nieuwste actieplan uitgebreid. Zo moet kapitaalmarktunie bijdragen aan Covid-19 herstel, digitalisering, vergrijzingsuitdagingen, het groeipotentieel van Europa, strategische autonomie en de internationale rol van de euro.⁶⁸

Zonder doel en zonder duidelijkheid over de baten lukt het niet om lidstaten over hun nationale belangen te laten heenstappen. De baten op lange termijn zijn groter dan de offers die lidstaten moeten brengen op de korte termijn.⁶⁹ Door het ontbreken van een duidelijk doel, en de daar bijbehorende offers, kunnen lidstaten claimen zich achter de algemene doelen van de kapitaalmarktunie te

⁶¹ De Commissie heeft in de periode 2016–2019 de tien lidstaten met minder ontwikkelde kapitaalmarkten geen aanbevelingen gedaan om hervormingen door te voeren.

⁶² De Commissie kreeg meer invloed voor haar LSA's bij het herstel en veerkrachtplan. Daarnaast gaan LSA's waarschijnlijk een grotere rol spelen bij de nieuwe Europese begrotingsregels.

⁶³ Thomadakis & Lannoo (2019)

⁶⁴ Qualia (2018) beschrijft hoe de wijziging van de prospectuswetgeving en de wetgeving over harmoniseren van securities markt met name voordelig was voor de grootste, meest competitieve financiële centra in Europa

⁶⁵ Zo hameren de ministers van Luxemburg en Polen op het belang van diversiteit en pleiten ze voor een polycentrische kapitaalmarktunie. (Backes & Rzezczkowska, 2023)

⁶⁶ De Europese Rekenkamer (2020) peilde de houding van Ministeries van Financiën tegenover het eerste kapitaalmarktunie actieplan. Het beeld ontstaat dat Zuid-Europese en Midden- en Oost-Europese landen zich achtergesteld voelden ten opzichte van West- en Noord-Europese landen. De eerste groep verlangde meer maatregelen voor de versterking van de lokale markten.

⁶⁷ Europese Rekenkamer (2020)

⁶⁸ Europese Commissie (2020) Deze beleidsdoelen kunnen elkaar overigens wel beïnvloeden. Zo kan economisch herstel leiden tot meer economische groei, wat weer invloed heeft op beleggingen van huishoudens.

⁶⁹ Dit wordt weleens aangeduid met het begrip *short-termism* in politieke en economische literatuur, zie bijvoorbeeld Pesendorfer (2015)

scharen, maar kunnen zij tegelijkertijd op specifieke onderdelen hun nationale belang voorop blijven zetten (zie kader 7). Volgens Eurocommissaris McGuinness (financiële diensten en kapitaalmarktunie) moeten de onderdelen van de kapitaalmarktunie daarom meer gezamenlijk bekeken worden.⁷⁰

3.3 Het gevoel van noodzaak bij lidstaten ontbreekt

Het ontbreekt de kapitaalmarktunie aan momentum. De noodzaak van een bankenunie werd door de meeste lidstaten erkend in de nasleep van de financiële crisis, wat resulteerde in snelle actie en de bereidheid van lidstaten om supranationale elementen te aanvaarden ter bevordering van de stabiliteit van de eurozone.⁷¹ Een vergelijkbaar momentum ontbreekt echter voor de kapitaalmarktunie. Ondanks de diverse uitdagingen, die volgens Europese Commissie effectief aangepakt kunnen worden met geïntegreerde en ontwikkelde kapitaalmarkten, zoals recentelijk het herstel van de Covid-19-pandemie en de Green Deal, blijven baanbrekende initiatieven achterwege. Dit kan deels te wijten zijn aan de moeilijkheid om de voordelen van meer geïntegreerde kapitaalmarkten in kwantitatieve termen uit te drukken.⁷²

⁷⁰ McGuinness (2023). Het belang van samenhang wordt ook door het Nederlandse kabinet benadrukt in de appreciatie van het tweede KMU actieplan (Ministerie van Buitenlandse Zaken, 2020)

⁷¹ Demertzis et al. (2022)

⁷² Bekaert & Harvey (2003), Rajan & Zingalas (1996)

Kader 3: Insolventiewetgeving: grote nationale beleidsaanpassingen nodig

Insolventiewetgeving is in sommige lidstaten niet goed ontwikkeld. Goed ontwikkelde insolventiewetgeving zorgt ervoor dat kapitaalverschaffers eerder bereid zijn geld in een onderneming te stoppen. Ze weten waar ze aan toe zijn mocht de onderneming over de kop gaan. Bovendien zorgt het ervoor dat niet-productieve bedrijven sneller de markt verlaten. De prikkels voor (innovatieve) investeringen nemen daardoor toe. Naast dat de insolventiewetgeving in lidstaten beter vormgegeven kan worden, zijn er ook verschillen tussen lidstaten. Deze verschillen belemmeren grensoverschrijdende investeringen en zorgen voor hogere administratieve lasten voor bedrijven die buitenlands kapitaal willen aantrekken.

Lidstaten moeten forse aanpassingen doen om hun insolventiewetgeving te harmoniseren en te verbeteren. Lidstaten hebben een eigen systeem van insolventiewetgeving, ontstaan uit beleidsvoorkeuren, tradities in wetgeving en bestaande jurisprudentie. Het zou voor de meeste lidstaten volledig nieuwe organisatiestructuren en procedures vereisen. Harmonisatie vraagt bovendien om volledige overeenstemming tussen lidstaten, een intensief proces.

Er is beperkte vooruitgang op het gebied van het verbeteren en harmoniseren van insolventiewetgeving. Mede daarom heeft de Europese Commissie in 2022 een voorstel gedaan voor een richtlijn tot harmonisatie van bepaalde onderdelen van de insolventiewetgeving, die is aangenomen door het Europees parlement. Het grootste obstakel zijn de Raadsonderhandelingen die nu plaatsvinden, omdat daar de nationale belangen zullen worden verdedigd. Het is dan ook niet ondenkbaar dat het uiteindelijke akkoord een stuk minder vergaand is dan het originele voorstel van de Commissie.

Bronnen: CPB (2017), Europese Commissie (2022a) AFME (2023), Alegren-Benndorf (2023)

Kader 4 : Pan-Europese Pensioenen: uitdagingen in uitvoering

Langetermijncapitaal zoals pensioenen en verzekeringen zijn van belang voor het verdiepen van Europese kapitaalmarkten doordat het aanbod van kapitaal wordt vergroot. Veel Europese landen hebben momenteel een vorm van publieke pensioenvoorziening, waardoor er relatief beperkte private pensioenopbouw is. Zouden Europese huishoudens hun vermogen in aandelen, obligaties of pensioenfondsen met 5 procentpunt verhogen, dan zou dit zo'n 1,8 biljoen euro aan investeringskapitaal vrijspelen.

Pensioenen zijn een nationale aangelegenheid. Er zijn dan ook grote verschillen in Europa in de vormgeving. Nederland, Denemarken en Zweden waren in 2022 verantwoordelijk voor 62% van het Europese pensioenvermogen. Deze landen hebben een systeem met pensioenfondsen die het ingelegde pensioenpremie van klanten investeren (kapitaaldekkingssysteem). Veel EU-landen hebben daarentegen een *pay-as-you-go* systeem, wat betekent dat de opbrengsten uit pensioenafdrachten direct worden gebruikt voor de oudedagsvoorziening van de ouderen van dat moment (een omslagstelsel, dat we in Nederland ook kennen voor de AOW).

De Europese Commissie introduceerde in 2019 het Pan-Europese persoonlijke pensioenproduct (PEPP) met het doel de pensioenopbouw van Europese burgers te stimuleren en het aanbod van langetermijncapitaal te vergroten. Het PEPP is een vrijwillig pensioenproduct in aanvulling op bestaande nationale pensioenvoorzieningen, onderdeel van de herziening van het kapitaalmarktunie actieplan uit 2017. Deze pensioenproducten kunnen worden aangeboden door financiële instellingen, die daarvoor een aanvraag doen bij hun nationale autoriteit.

Over het succes van het PEPP zijn de meningen verdeeld. Het is een relatief duur pensioenproduct door de vele informatie- en openbaarmakingseisen. Hoewel pan-Europees, is het product onderworpen aan de nationale fiscale behandeling van pensioenen in lidstaten. Verschillen in fiscale behandeling maken dat het product in de ene lidstaat fiscaal een stuk aantrekkelijker is dan in de andere lidstaat. Bovendien bleken er in augustus 2023 pas zes PEPP-producten te zijn, alle afkomstig van één aanbieder.

Het PEPP is in theorie veelbelovend, maar wordt in de uitvoering geconfronteerd met hoge kosten en verschillen in fiscale behandeling tussen lidstaten. Het PEPP staat nog in de kinderschoenen en wellicht dat het in de loop van de tijd meer voet aan de grond krijgt bij Europese burgers. Desondanks zullen de grootste hordes genomen moeten worden door lidstaten zelf, door het inbouwen van meer private pensioenopbouw in hun pensioenstelsels.

Bronnen: New Financial (2023), IMF (2019), AFM (2023c), AFME (2023), Europese Commissie (2022b), Bär (2022)

Kader 5: Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (ESMA): beperkte slagkracht

Een belangrijke speler op de kapitaalmarkt is de toezichthouder. De toezichthouder beschermt consumenten en investeerders door het handhaven van regelgeving. Dit versterkt het vertrouwen in de kapitaalmarkt en daarmee de toegankelijkheid voor beleggers. Goed toezicht wordt daarom gezien als een voorwaarde voor goed functionerende kapitaalmarkten.

Toezicht op de kapitaalmarkten is in de Europese Unie voornamelijk nationaal georganiseerd: ieder land heeft een, of soms meerdere toezichthouders. Verschillen in toezicht tussen landen belemmeren grensoverschrijdende investeringen, doordat het onduidelijk is voor beleggers welke rechten en plichten zij hebben. Ook verhogen deze verschillen de administratieve lasten, doordat zowel beleggers als bedrijven zich moeten verdiepen in de wet- en regelgeving van een ander land. Bovendien kunnen verschillen in toezicht leiden tot arbitragemogelijkheden. Gecentraliseerd toezicht wordt daarom door experts gezien als voorwaarde voor de integratie van Europese kapitaalmarkten.

Om convergentie tussen nationale toezichthouders in de EU te bevorderen is in 2011 de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (ESMA) opgericht. ESMA heeft grofweg vier instrumenten: formuleren van richtlijnen, technische normen, interpretaties van bestaande wetten en regelgeving, en adviezen aan nationale toezichthouders en andere spelers op de kapitaalmarkt.

Het is de vraag in hoeverre deze instrumenten toereikend zijn. Zo zijn de interpretaties van Europese wet- en regelgeving die ESMA publiceert om een gelijk speelveld in Europa te creëren niet bindend, net als de adviezen die worden uitgebracht. Het formuleren van richtlijnen en technische normen is in de kern veelbelovend voor convergentie van toezicht, maar het is een moeizaam proces, doordat deze besluiten moeten worden genomen op basis van een gekwalificeerde meerderheid van nationale toezichthouders.

Om de Europese kapitaalmarkten meer te integreren en tot een gelijk speelveld te komen, kunnen het mandaat en de instrumenten van ESMA worden uitgebreid, met overeenkomstige middelen. Zo kunnen onderdelen als handelsplatformen en centrale effectenbewaarinstellingen (CSD's) onder direct ESMA-toezicht geplaatst worden, om ook op deze onderdelen harmonisatie te bewerkstelligen.

Daarnaast kan de slagkracht van ESMA verbeterd worden door een onafhankelijke raad van bestuur met voltijdse leden in te stellen. In het verlengde hiervan kan de stemprocedure gewijzigd worden naar model van het Europees bankentoezicht (SSM), waardoor er in principe wordt ingestemd met een voorstel tenzij er bezwaar wordt gemaakt. Dit alles versterkt en versnelt de besluitvorming.

Bronnen: Europese Centrale Bank (2023), High Level Forum on Capital Markets Union (2020); European Securities and Markets Authority (2023), AFM (2023b), IMF (2019), Thomadakis & Lannoo (2019).

Kader 6: European Single Access Point (ESAP): lange moeizame weg

Informatiebarrières zijn een van de grootste belemmeringen in het toegankelijk maken van kapitaalmarkten voor zowel vragers als aanbieders van kapitaal. Door gebrekkige informatie hebben investeerders moeite met het bepalen van de kredietwaardigheid van bedrijven, waardoor zij terughoudender zijn met het verstrekken van financiering.

Een Europees breed digitaal platform (ESAP) voor financiële en niet-financiële informatie van ondernemingen kan uitkomst bieden. Op die manier kunnen potentiële investeerders snel en eenvoudig belangrijke informatie over bedrijven vinden, wat hun informatiepositie en daarmee toegang tot buitenlandse investeringsmogelijkheden versterkt.

Al sinds 2013 wordt er over dit project gesproken. Toch werd ESAP niet opgenomen in het actieplan van 2015, ondanks de doelstelling om toegang tot kapitaalmarkten te verbeteren. Het ESAP-project werd gedelegeerd aan de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (ESMA). Door een gebrek aan middelen, mandaat en goed vergelijkbare gegevens verdween het project in 2017 van het prioriteitenlijstje van ESMA. De lidstaten waren verantwoordelijk voor het aanleveren van de gegevens, maar ESMA kon deze gegevens niet valideren.

De ESAP vond wel een weg naar het actieplan van 2020. In 2021 kwam de Europese Commissie met een wetsvoorstel, in 2022 ging de Raad akkoord en in het voorjaar van 2023 werd een triloogakkoord bereikt. Naar verwachting treedt ESAP vanaf zomer 2027 gefaseerd in werking.

Bronnen: Europese Rekenkamer (2020); Europese Commissie (2023e)

Kader 7: Europees provisieverbod gedwarsboond door enkele lidstaten

Illustratief voor hoe lidstaten algemene doelen ondersteunen, maar op concrete beleidsvoorstellen kunnen dwarsliggen is het Europese provisieverbod (*inducement ban*). Een provisieverbod valt onder de doelstelling van de Europese Commissie om particuliere beleggers beter te beschermen. Zonder een verbod is er namelijk een prikkel voor beleggingsondernemingen om producten met een zo hoog mogelijke provisie aan te bieden, in plaats van het beste product voor de klant. Hierdoor zijn financiële producten waarover provisies worden betaald duurder. Dit ondermijnt de toegang voor en het vertrouwen van particuliere beleggers.

Een aantal Europese landen, waaronder Nederland, hanteert al een provisieverbod. Dit verbod op Europees niveau doorvoeren blijkt echter lastig. Een provisieverbod raakt het verdienmodel van sommige beleggingsondernemingen, financiële adviseurs, banken en verzekeraars. Er ontstond dan ook een lobby tegen een Europees provisieverbod. De Duitse minister van Financiën uitte zijn zorgen over een mogelijk provisieverbod, net als zijn Oostenrijkse collega. Het eindresultaat is dat in de *Retail Investment Strategy* geen volledig provisieverbod is opgenomen, maar alleen een verbod op provisies voor de verkoop van beleggingsproducten waarbij geen advies wordt verstrekt.

Bronnen: AFM (2023a), Allenbach–Ammann (2023), Europese Commissie (2023c), Europese Commissie (2023d)

4. Nederland moet positie bepalen

In het vorige hoofdstuk identificeerden wij drie barrières die verdere integratie en ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten in de weg staan. In dit hoofdstuk doen wij enkele aanbevelingen om deze barrières te doorbreken. Wij richten ons hier op de rol van de Europese Commissie en de Raad (4.1.), laten zien wat Nederland op nationaal vlak kan doen (4.2) en geven enkele overwegingen mee voor de Nederlandse positie in de Europese Unie (4.3.).

4.1 Er moet een Europees plan komen met duidelijke doelen

Om kapitaalmarkten verder te integreren en ontwikkelen moeten fundamentele marktstructuren worden aangepast. Het laaghangend fruit is geplukt. Fundamentele aanpassingen zullen echter op weerstand in lidstaten stuiten: sommige lidstaten zullen bepaalde financiële instituties zien verdwijnen en lidstaten moeten waarschijnlijk grote aanpassingen doen aan nationale wet- en regelgeving (zie kaders 3 en 4 in hoofdstuk 3).

De baten van ontwikkelen en integreren van kapitaalmarkten moeten duidelijker worden. Lidstaten zullen pas bereid zijn iets op te geven als duidelijk is dat zij er op de lange termijn profijt van hebben. Hiervoor moeten deze baten echter wel voor iedereen duidelijk zijn. De baten van verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten zijn momenteel vaak in het debat afwezig waardoor een gevoel van urgentie ontbreekt. Ook in het Nederlandse debat wordt het gebrek aan een goed functionerende Europese kapitaalmarktunie weinig geproblematiseerd. In het Nederlandse debat zou er meer op gewezen kunnen dat een slechter geïntegreerde kapitaalmarkt betekent dat er een lager welvaartsniveau, een minder snelle groene

transitie en een minder slagvaardige Europese Unie is.⁷³

Het is belangrijk dat een plan wordt opgesteld waar lidstaten zich achter kunnen scharen. Om lidstaten mee te krijgen in de kapitaalmarktunie moeten zij er zeker van zijn dat de baten van de kapitaalmarktunie op de lange termijn ook behaald worden. Dit kan alleen als er overeenstemming is tussen lidstaten over een plan hoe deze baten behaald gaan worden.

Verdere stappen vergen commitment van lidstaten bijvoorbeeld via de Raad van de EU. De Europese Commissie kan het initiatief nemen door een ambitieus en duidelijk actieplan opstellen. Maar omdat deze maatregelen alleen haalbaar zijn als lidstaten zich aan deze plannen binden, is het belangrijk dat de Raad ook een prominentere rol krijgt. Lidstaten kunnen in de Raad maatregelen voorstellen, overeenstemming zoeken en zich committeren aan een compromis. Dit lijkt nu te gebeuren. De Eurogroep heeft in maart 2023 een werkplan opgesteld over de kapitaalmarktunie.⁷⁴

4.2 Nederland moet bepalen met welk beleid kapitaalmarkten moeten integreren en ontwikkelen

Nederland moet bepalen welke doelen en prioriteiten het ziet bij de kapitaalmarktunie. Kader 8 laat zien dat Nederland zich positief opstelt ten aanzien van de kapitaalmarktunie. Maar zoals we lieten zien omvat de integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten veel verschillende soorten beleid. Dit kan niet allemaal tegelijkertijd uitgevoerd worden

⁷³ Voor een overzicht van insteek van een mogelijk verhaal zie het rapport van New Financial uit 2023.

⁷⁴ Donohoe (2023)

en is niet allemaal even haalbaar.⁷⁵ Nederland moet daarom bepalen wat zijn doelen en prioriteiten zijn. Nederland kan zich qua doel richten op bijvoorbeeld een betere positie van durfkapitaal voor startups, meer kapitaal voor de groene transitie of betere beleggingsmogelijkheden voor Nederlandse pensioenfondsen. Wat betreft prioriteiten voor beleid kan Nederland zich bijvoorbeeld richten op harmonisatie van insolventiewetgeving, centraliseren van toezicht of consolidatie van Europese beurzen. De Tweede Kamer kan het kabinet vragen een plan op te stellen met doelen en prioriteiten.

Nederland kan onderzoeken op welke binnenlandse beleidsterreinen er synergie bestaat met de kapitaalmarktunie. Uitdagingen waar Nederland nationale oplossingen voor zoekt, zouden ook door middel van de kapitaalmarktunie het hoofd geboden kunnen worden, ter vervanging of als aanvulling op nationaal beleid. Zo is er in Nederland recentelijk aandacht voor de hoge financieringskosten voor het midden- en kleinbedrijf, waar de kapitaalmarktunie een veelbetekenende rol kan spelen.⁷⁶ Ook op beleidsterreinen als innovatie en verduurzaming kunnen nationaal en kapitaalmarktuniebeleid meer verweven worden.⁷⁷

Nederland kan parallel een plan opstellen hoe het haar eigen kapitaalmarkten kan verbeteren. Als laatst willen wij graag meegeven dat Nederland – ook al heeft het in

Europese context goed ontwikkelde kapitaalmarkten – zelf ook nog zijn kapitaalmarkten kan verbeteren. Dit is relatief eenvoudig doordat er geen overeenstemming gevonden hoeft te worden met andere lidstaten. Een probleem is bijvoorbeeld dat het MKB in Nederland lastig aan financiering komt.⁷⁸ Een genoemde oplossing is een publiek kredietregister, wat concurrentie op de financieringsmarkt kan bevorderen. Het IMF, CPB en de SER dringen aan op een publiek kredietregister.⁷⁹

4.3 Nederland moet positie kiezen in de Europese Unie

Binnen de Europese Unie kan Nederland een voortrekkersrol nemen. De Nederlandse doelen en prioriteiten kunnen enkel behaald worden als andere lidstaten meewerken. Nederland kan dit proberen te bereiken door een voortrekkersrol in te nemen in de Europese Unie.⁸⁰ Het voordeel is dat de Nederlandse doelen en prioriteiten een grotere kans hebben onderdeel te worden van beleid. Ook kan het leiden tot snellere stappen bij de kapitaalmarktunie. Een nadeel is het risico dat de Nederlandse doelen en prioriteiten botsen met die van andere lidstaten, wat politiek kapitaal kan kosten.

Nederland kan als voortrekker besluiten een kopgroep op te richten. Als Nederland de ontwikkelingen via de Raad en Europese Commissie te langzaam vindt gaan of te weinig ambitieus vindt, kan gekozen worden een

⁷⁵ Overigens kunnen er meerdere doelen tegelijkertijd nagestreefd worden; het ene doel hoeft het andere doel niet uit te sluiten. In tegendeel, voortgang op de ene prioriteit kan bijdragen aan het behalen van de andere. Als er bijvoorbeeld meer kapitaal beschikbaar is door grotere pensioenfondsen in Europa, dan kan dit ook bijdragen aan de beschikbaarheid van financiering voor start- en scale-ups.

⁷⁶ Verwijzing naar onderzoek ACM; roep om een mkb bank

⁷⁷ Om innovatieve investeringen aan te jagen kent Nederland bijvoorbeeld het Nationaal groeifonds. Naast deze publieke investeringen zijn kapitaalmarkten bij uitstek geschikt om innovatieve bedrijven van kapitaal te voorzien, omdat zij in tegenstelling tot banken geen onderpand vereisen. Zie o.a. Lannoo & Thomadakis (2019). Daarnaast kan de kapitaalmarktunie bijdragen aan het benodigde (private) kapitaal voor de klimaattransitie. Er wordt geschat dat er jaarlijks zo'n €1.000 miljard aan investeringen nodig is om de klimaatdoelen van 2030 te halen. Zie Lenaerts et al. (2021) en New Financial (2023).

⁷⁸ CPB (2019)

⁷⁹ In een publiek kredietregister kan iedere potentiële geldverstrekker informatie inzien over de kredietwaardigheid van een bedrijf. Zie CPB (2019) en EY (2023)

⁸⁰ Nederland nam in 2019 samen met Duitsland en Frankrijk het initiatief om aanbevelingen van experts in te winnen.

kopgroep vormen met een paar andere lidstaten.⁸¹ Een kopgroep kan buiten de Europese Unie om stappen nemen om kapitaalmarkten te ontwikkelen en integreren. Zo besloten Duitsland, Frankrijk, Spanje, Italië en België vorig jaar om een fonds op te richten dat groeikapitaal beschikbaar stelt voor Europese *scale-ups* uit de techindustrie.⁸² Een nadeel van een kopgroep is dat dit tot divergentie kan leiden met andere lidstaten die niet meedoen.

Nederland kan als voortrekker ook inzetten op een sterkere rol van de Europese

Commissie. Maatregelen zoals het harmoniseren van insolventiewetgeving, het centraliseren van toezicht of het beter aanwenden van pensioenvermogen vragen nationale beleidswijzingen. Het instrumentarium van de Europese Commissie kan versterkt worden om lidstaten te bewegen tot deze nationale beleidswijzingen. De Europese Commissie kan dit doen via het instrument van landspecifieke aanbevelingen (LSA's). Deze bevatten op dit moment weinig aanbevelingen over de kapitaalmarkten. Daarnaast kan het LSA-instrument zelf versterkt worden.⁸³

⁸² Gevaert (2023)

⁸³ Er kan besloten worden om de Commissie meer macht te geven LSA's te gebruiken bij het Meerjarig Financieel Kader of het Stabiliteits en Groeipact om zo kapitaalmarkthervormingen in lidstaten door te voeren.

Kader 8: Nederlandse opstelling KMU

2015	• Kabinet wijst in reactie SER rapport 'Verbreding en versterking financiering mkb' op KMU als manier om financieringsmogelijkheden uit te breiden.¹ • Kabinetsappreciatie Commissiewerkprogramma 2015: <i>"Het verbeteren van de financieringsmogelijkheden voor de reële economie is, net als dat van de Europese Commissie, een van de speerpunten van het kabinet."</i>² • Kabinet laat in een appreciatie van het KMU Groenboek weten groot voorstander te zijn van de KMU.³ Drie uitgangspunten: 1. Vergroten beschikbaarheid kapitaal 2. Verbeteren toegang tot financiering 3. Stabiel en schokbestendig financieel en economisch systeem
2017	Kabinetsappreciatie tussentijdse evaluatie: kabinet steunt doelstelling en ziet graag spoedig onderbouwde voorstellen. ⁴
2019	• Nederland initieert samen met Frankrijk en Duitsland een nieuw onderzoek door experts (Wergroep <i>NextCMU</i>).⁵ • Kabinet ziet in reactie op dit rapport vijf aandachtsgebieden voor versterking KMU⁶: 1. Stimuleren grensoverschrijdende financiering 2. Versterken toegang bedrijven tot kapitaalmarkten 3. Versterken toegang consumenten tot kapitaalmarkten 4. Waarborgen duurzaam karakter KMU 5. Benutten kansen FinTech
2020	Kabinetsappreciatie KMU Actieplan 2020. ⁷ Binnen de vijf aandachtsgebieden uit 2019 focus op de eerste drie.
2023	Het kabinet vindt verdere versterking van de KMU cruciaal voor het wegnemen van structurele barrières tot vrij verkeer van kapitaal in de EU, om zo tot de benodigde investeringen in duurzaamheid en digitalisering te komen. ⁸

1 Kamerstuk 32 637 nr. 166

2 Kamerstuk 22 112 nr. 1940

3 Kamerstuk 22 122 nr. 1950

4 Kamerstuk 22 112 nr. 2362

5 Kamerstuk 22 112 nr. 2798

6 Kamerstuk 22 112 nr. 2829

7 Kamerstuk 22 112 nr. 2535

8 Kamerstuk 22 501-07 nr. 1990

5. Ons advies

Nederland heeft veel te winnen bij verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktunie. Nederlandse bedrijven en consumenten zijn de dupe van de huidige fragmentatie en onderontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten. Daarnaast lopen Europese lidstaten nu economische groei mis en is hun economie minder stabiel. Versnelling is nodig.

Wij adviseren de Tweede Kamer om het kabinet te bewegen tot een voortrekkersrol. Een voortrekkersrol maakt de kans groter dat er grote stappen worden gezet in de ontwikkeling en integratie van Europese kapitaalmarkten en dat Nederlandse doelen worden behaald.

Wij adviseren de Tweede Kamer om gezamenlijk met het kabinet Nederlandse doelen te formuleren. Om effectief zijn op het

Europese toneel moet Nederland met een eigen actieprogramma komen. Hierbij moeten beleidsdoelen worden opgenomen die effectief zijn voor de integratie en ontwikkeling van Europese kapitaalmarkten. In tabel 1 in de appendix hebben wij enkele effectieve beleidsmaatregelen samengevat.⁸⁴ Hierbij is ook opgenomen wie de winnaars en verliezers zijn van deze maatregelen. De Kamer en het kabinet moet zich bij het opstellen van deze doelen ervan bewust zijn dat sommige binnenlandse sectoren geen baat hebben bij verdere ontwikkeling en integratie en zich kunnen mengen in het beleidsdebat. Echter, de baten van verdere integratie en ontwikkeling van de kapitaalmarkten zijn zo groot, dat aan deze weerstand het hoofd moet worden geboden.

⁸⁴ Het is niet in de reikwijdte van dit onderzoek om al het mogelijke beleid voor integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten te analyseren. Wij kunnen dus niet zeggen welk beleid het meest effectief is. Maar om duidelijk te maken wat de mogelijkheden voor de volgende stappen zijn, geven wij in dit onderzoek wel enkele voorbeelden van beleid dat effectief kan zijn.

Literatuur

- AFME (2023). *Capital Markets Union: key performance indicators – sixth edition*. November 2023
- Alegren-Benndorf (2023). *Completing the Capital Markets Union: The Commission's Proposal for a Directive Harmonising Certain Aspects of Insolvency Law*. European Law Blog. Januari 2023
- Allenbach-Amman (2023). *Germany, Austria lobby EU not to ban inducement-based financial advice*. Euractiv. Februari 2023
- Anderson, N., Brooke, M., Hume, M., & Kürtösiova, M. (2015). A European Capital Markets Union: implications for growth and stability. *Bank of England Financial Stability Paper*, 33.
- Aristeidou, O. (2023). *Greece presents new capital market strategy*. European Bank for Reconstruction and Development. Februari 2023
- Autoriteit Financiële Markten (2023a). *Provisies*, webpagina. Link: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/beleggingsondernemingen/doorlopende-verplichtingen/provisies>
- Autoriteit Financiële Markten (2023b). *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, webpagina. Link: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/over-het-toezicht-en-beleid-van-de-afm/internationaal/european-securities-and-markets-authority-esma>
- Autoriteit Financiële Markten (2023c). *Pan-Europees Persoonlijk Pensioenproduct (PEPP)*, webpagina. Link: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/financiele-producten/pan-europees-persoonlijk-pensioenproduct-pepp>
- Backes, Y. & Rzeczkowska, M. (2023). *Letter: EU must learn the right capital market lessons*. Financial Times, 15 mei 2023
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. (2004). *Measuring financial integration in the euro area* (No. 14). ECB occasional paper
- Bär, M. (2022). *The pan-European Personal Pension Product: key characteristics and main challenges*. ZVersWiss 111, 305–337
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. (2003). Equity market liberalization in emerging markets. *Journal of Financial Research*, 26(3), 275–299
- Bats, J. & Houben, A. (2017). *Bank-based versus market-based financing: Implications for systemic risk*. DNB Working Paper No. 577, December 2017
- Better Finance CMU Assessment Report 2019–2022 (2022). *Building a Capital Markets Union that works for people*. Better Finance Research Report
- Brenton, H. (2023). *The bitterest EU row you've never heard of*. Politico, 30 juni 2023
- Brouwer, G., Hoenselaar, F., Nijhuis, M. (2023). *Midden-en kleinbedrijf betaalt een hogere rente en dit duidt op marktfalen*. Economisch Statistische Berichten. Oktober 2023
- Centraal Bureau voor de Statistiek (2023). *Kapitaalmarkt*, webpagina. Link: <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/begrippen/kapitaalmarkt>
- Centraal Planbureau (2015). *Oorzaken en beleidsgevolgen van het overschot op de Nederlandse lopende rekening*. CPB Policy Brief. Mei 2015
- Centraal Planbureau (2017). *In vier stappen naar efficiëntere faillissementswetgeving*. Policy Brief.

Januari 2017

Centraal Planbureau (2019). *MKB-bankfinanciering in Europees perspectief*. Policy Brief. Juni 2019

Commissie Europese Economie (2021). *Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie*. Eindrapport, juli 2021

Demertzis, M., Domínguez-Jiménez, M., & Guetta-Jeanrenaud, L. (2021). *Europe should not neglect its Capital Markets Union* (No. 13/2021). Bruegel Policy Contribution

De Nederlandsche Bank (2019). *Het overschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*. Occasional Study, volume 17-4. December 2019

De Nederlandsche Bank (2023). *Pensioenfondsen beleggen meer in Nederland*, Webpagina. Link: [https://www.dnb.nl/nieuws-statistiek/statistisch-nieuwsbericht-2023/pensioenfondsen-beleggen-meer-in-nederland/#:~:text=Aandeel%20Nederlandse%20beleggingen%20gestegen&text=Per%202023K1%20bedroegen%20beleggingen%20in,belegd%20vermogen%20\(uitgezonderd%20derivaten\).](https://www.dnb.nl/nieuws-statistiek/statistisch-nieuwsbericht-2023/pensioenfondsen-beleggen-meer-in-nederland/#:~:text=Aandeel%20Nederlandse%20beleggingen%20gestegen&text=Per%202023K1%20bedroegen%20beleggingen%20in,belegd%20vermogen%20(uitgezonderd%20derivaten).)

Donohoe, P. (2023). *Letter of the President of the Eurogroup, Pascal Donohoe, to the President of the Euro Summit, Charles Michel*. 20 oktober 2023

European Bank for Reconstruction and Development (2022). *Bulgaria: Diagnostic of the State of Development of the Bulgarian Capital Market Gap Analysis Report*. Augustus 2022

Europese Commissie (2015). *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie*. September 2015

Europese Commissie (2017). *Mid-term review of the capital markets union action plan*. Juni 2017

Europese Commissie (2020). *Een Kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – Een nieuw actieplan*. September 2020

Europese Commissie (2022a). *Voorstel voor een Richtlijn tot harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht*. December 2022

Europese Commissie (2022b). *Capital Markets Union: Pan-European Personal Pension Product (PEPP)*, Memo. Maart 2022

Europese Commissie (2023a). *Overview of CMU indicators – 2023 Update*. Commission Staff Working Document, SWD(2021)544

Europese Commissie (2023b). *Capital Markets Union*, webpagina. Link: <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union/>

Europese Commissie (2023c). *Directive of the European Parliament and of the Council amending amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*. Mei 2023

Europese Commissie (2023d). *Factsheet: Retail investment package – Empowering retail investors on the EU capital markets*. Mei 2023

Europese Commissie (2023e). *Easy access to corporate information for investors: Provisional agreement reached on the European Single Access Point (ESAP)*. Mei 2023

Europese Centrale Bank (2023). *Bankentoezicht: besluitvorming*, webpagina. Link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/organisation/decision-making/html/index.nl.html>

Europese Raad (2023). *Banking Union*, webpagina. Link:

<https://www.consilium.europa.eu/nl/policies/banking-union/>

Europese Rekenkamer (2020). *Kapitaalmarktenunie — Traag begin op weg naar een ambitieuze doelstelling*. Speciaal Verslag 25/2020

European Securities and Markets Authority (2023). *Internal Organisation: working methods*, webpagina. Link: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/internal-organisation/working-methods>

Europese Unie (2023). *How EU policy is decided*, webpagina. Link: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/how-eu-policy-decided_en

EY (2023). *Onderzoek Nationaal Kredietregister mkb*. Maart 2023

Gevaert, K. (2023). *European Tech Champions Initiative (ETCI) zal hightechbedrijven in hun groei-fase ondersteunen*, webpagina. Link: <https://www.vleva.eu/nl/onderzoek-en-innovatie/eu-nieuws/european-tech-champions-initiative-etci-zal-hightechbedrijven-in-hun-groEIFase-ondersteunen>

Gordon, J. N., & Judge, K. (2018). The origins of a capital market union in the United States. *Capital Market Union and Beyond* (Franklin Allen et al., eds.(MIT 2018)), Columbia Law and Economics Working Paper, (584)

High Level Forum on the Capital Markets Union (2020). *A New Vision for Europe's Capital Markets Union*. Final Report of the High Level Forum, launched by European Commission

Idenburg, A. (2019). *Aandeel financiële sector in de economie*. WRR working paper No. 35. November 2019

IMF (2019). *A capital market union for Europe*. International Monetary Fund

IMF (2021). *Financial Development Index Database*. Link: <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>

IMF (2023). *IMF Country Report No. 23/258 2023 Article IV consultation Germany*. Juli 2023

Lenaerts, K., Tagliapietra S. en Wolff G.B. (2021). 'How much investment do we need to reach net zero?', Bruegel Blog. Link: <https://www.bruegel.org/blog-post/how-much-investment-do-we-need-reach-net-zero>

Mackintosh, P. (2023). *How does EU and U.S. Fragmentation Compare?*, webpagina. Link: <https://www.nasdaq.com/articles/how-does-eu-and-u.s.-fragmentation-compare>

McGuinness, M. (2023). *Keynote speech by Commissioner McGuinness at the Joint EC-ECB Conference on European Financial Integration 2023 on 'A strong European financial system for the future: working towards Banking Union and Capital Markets Union'*. 7 juni 2023

Milano, V. (2017) *Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions*, CeLEG Working Paper Series No. 01/17, maart 2017

Ministerie van Buitenlandse Zaken (2020). *Fiche 6 Mededeling nieuw Actieplan Kapitaalmarktunie*

Ministerie van Financiën (2023a). *Business Climate for the financial sector*, webpagina. Link: <https://www.government.nl/topics/enterprise-and-innovation/business-climate-for-the-financial-sector#:~:text=The%20Dutch%20financial%20sector%20is,legislation%20for%20financial%20sector%20oversight>

Ministerie van Financiën (2023b). *Europese bankenunie*, webpagina: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/financien-europese-unie/europese-bankenunie>

Ministerie van Financiën (2015). *Kamerbrief Bedrijfslevenbeleid*. Februari 2015

New Financial (2020). *A Reality Check on Capital Markets Union: analysis of the progress so far and the new CMU action plan*. November 2020

New Financial (2023). *EU Capital Markets: A New Call to Action: Analysis of the size and depth of capital markets in Europe in the context of some of the biggest social and economic challenges facing the EU*. September 2023

OECD (2023) Entrepreneurship Financing Database: *Venture Capital Investments*. Te raadplegen via: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST

Pesendorfer, D. (2015) 'Capital Markets Union and Ending Short-Termism: Lessons from the European Commission's Public Consultation'. *Law and Financial Markets Review*, Vol. 9, No. 3, pp. 202–9

Quaglia, L., Howarth, D., & Liebe, M. (2016). The political economy of European capital markets union. *J. Common Mkt. Stud.*, 54, 185

Quaglia, L. (2018). European Union financial regulation, banking union, capital markets union and the UK. In *Diverging capitalisms: Britain, the City of London and Europe* (pp. 99–123). Cham: Springer International Publishing

Rajan, R., & Zingales, L. (1996). *Financial dependence and growth*. NBER Working Paper 5758

Stafford, P. (2021). *Amsterdam ousts London as Europe's top share trading hub*. *Financial Times*, 10 februari 2021

Thomadakis, A., Lannoo, K. (2019). *Rebranding Capital Markets Union A market finance action plan*. Report of a CEPS-ECMI Task Force

Appendix

Tabel 1: Overzicht beleidsvoorstellen ter integratie en verbetering van de Europese kapitaalmarkten

Beleidsterrein	Voorstel	Winnaars	Verliezers
Pensioenen	Stimuleren van private pensioenopbouw in EU-lidstaten	EU-burgers: meer rendement op pensioen; meer economische groei Overheden: verminderd beroep op publieke pensioenvoorzieningen Bedrijven: meer aanbod van (lange termijn) kapitaal Beleggers: meer investeringsmogelijkheden	Lidstaten die hun pensioenstelsel moeten wijzigen: een kostbaar en ingewikkeld traject Lidstaten die pensioenstelsel zo moeten aanpassen waardoor het niet meer aansluit bij nationale wensen
Insolventiewetgeving	Harmoniseren en verbeteren van insolventiewetgeving in EU-lidstaten	Beleggers: betere toegang door verminderde informatiebarrières Bedrijven: meer aanbod van kapitaal door verminderde informatiebarrières	Lidstaten die grote wijzingen moeten doen: een kostbaar en ingewikkeld traject Lidstaten die insolventiewetgeving zo moeten aanpassen waardoor het niet aan nationale wensen voldoet
Toezicht	Centraliseren van toezicht op Europese kapitaalmarkten door EMSA meer mandaat en slagkracht te geven	Beleggers: betere toegang door verminderde informatiebarrières Bedrijven: meer aanbod van kapitaal door verminderde informatiebarrières	Nationale toezichthouders leveren in aan invloed

Noot: Het is niet in de reikwijdte van dit onderzoek om al het mogelijke beleid voor verdere integratie en ontwikkeling van kapitaalmarkten te analyseren. Wij kunnen dus niet zeggen welk beleid het meest effectief is.

Instituut voor Publieke Economie
Kalvermarkt 53
2511CB Den Haag

www.instituut-pe.nl
info@instituut-pe.nl
[@instituut-pe](https://twitter.com/instituut-pe)