

## **Fiche 7: Een verordening en richtlijnen voor eenvoudigere en flexibelere regels voor beursnoteringen (mkb-)bedrijven**

### **1. Algemene gegevens**

#### *a) Titel voorstel*

Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2014/65/EU to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises and repealing Directive 2001/34/EC

Proposal for a directive of the European Parliament and of the council on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market

Proposal for a regulation of the European Parliament and of the council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises

#### *b) Datum ontvangst Commissiedocument*

7 december 2022

#### *c) Nr. Commissiedocument*

COM(2022) 760, COM(2022) 761 en COM(2022) 762

#### *d) EUR-Lex*

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=COM:2022:760:FIN>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=COM:2022:761:FIN>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=COM:2022:762:FIN>

#### *e) Nr. impact assessment Commissie en Opinie Raad voor Regelgevingstoetsing*

SWD(2022) 762 en SWD(2022) 763; opinie Raad voor Regelgevingstoetsing: positief met voorbehoud

#### *f) Behandelingstraject Raad*

COM(2022) 760 en 762: Raad Economische en Financiële Zaken; COM(2022) 761: Raad Justitie en Binnenlandse Zaken

#### *g) Eerstverantwoordelijk ministerie*

Ministerie van Financiën

*h) Rechtsbasis*

COM(2022) 760 - Artikel 50, 53, eerste lid, en artikel 114 van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU).

COM(2022) 761 - Artikel 50 en artikel 114 VWEU.

COM(2022) 762 - Artikel 114 VWEU

*i) Besluitvormingsprocedure Raad*

Gekwalificeerde meerderheid

*j) Rol Europees Parlement*

Medebeslissing

## **2. Essentie voorstel**

*a) Inhoud voorstel*

Het wetgevingspakket betreft wijzigingen in een drietal verordeningen, een voorstel voor een nieuwe richtlijn, wijzigingen in een richtlijn en de intrekking van een richtlijn. Twee voorstellen (COM(2022) 760 en 762) wijzigen bestaande verordeningen en een richtlijn op het gebied van beursnoteringen. Het voorstel COM(2022) 761 introduceert een nieuwe richtlijn over aandelen met meervoudig stemrecht voor ondernemingen die toegang willen tot een midden en klein bedrijf (mkb)-groeimarkt (*multiple voting rights directive*, 'MVR'). De voorstellen zien op het aantrekkelijker maken van beursnoteringen, om de toegang van bedrijven – in het bijzonder het mkb – tot extern kapitaal te verbeteren. Hiermee kan economische groei, verduurzaming en innovatie van Europese bedrijven worden gestimuleerd. Daarmee past het pakket binnen de doelstelling om de Europese kapitaalmarktunie verder te versterken. De voorstellen zijn een uitvoering van het kapitaalmarktunie actieplan van de Europese Commissie (hierna: Commissie) uit 2020.<sup>1</sup>

Het pakket heeft tot doel om noteringen op kapitaalmarkten in de EU aantrekkelijker te maken voor bedrijven die overwegen naar de beurs te gaan. Dit wordt voorzien door (i) de (compliance)kosten te verminderen voor bedrijven die een notering overwegen of hebben, (ii) beleggersbescherming en marktintegriteit te borgen en (iii) meer prikkels te creëren voor bedrijven om te noteren.

*Wijzigingen Prospectusverordening*

De Prospectusverordening<sup>2</sup> wordt herzien om de kosten te verlagen die instellingen moeten maken voor het opstellen van een prospectus bij de aanbidding van effecten aan het publiek en/of toelating tot de handel (kortweg een beursnotering). Het aantal vrijstellingen om een goedgekeurd prospectus te publiceren wordt uitgebreid. Zo wordt de vrijstellingsgrens voor kleine aanbiedingen van effecten aan het publiek geharmoniseerd op 12 miljoen euro. De huidige vrijstellingsgrens

---

<sup>1</sup> [BNC-fiche Mededeling nieuw Actieplan Kapitaalmarktunie](#), Kamerstukken II 2020/21, 22 112 nr. 2953.

<sup>2</sup> Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (PbEU 2017, L 168).

waaronder een bedrijf geen prospectus hoeft te maken en laten goedkeuren door de toezichthouder, is een lidstaatoptie en varieert in de EU van 1 miljoen euro tot 8 miljoen euro. In Nederland is deze grens nu vastgesteld op 5 miljoen euro.

Daarnaast worden versoepelingen in het vrijstellingsregime voorgesteld voor op een gereguleerde markt of een mkb-groeimarkt genoteerde bedrijven. Deze uitgevende instellingen worden vrijgesteld van het publiceren van een prospectus bij een vervoluitgifte, indien de effecten inwisselbaar zijn met effecten die reeds waren toegelaten tot de handel, en als de uitgifte lager is dan 40% van het aantal effecten dat reeds tot de handel op dezelfde markt is toegelaten. Nieuw is dat het percentage wordt verhoogd van 20% naar 40% en dat de vrijstelling wordt uitgebreid naar de mkb-groeimarkt.<sup>3</sup> Daarnaast worden uitgevende instellingen met het voorstel vrijgesteld van zowel een prospectus voor uitgifte van aandelen als toelating tot de handel (in geval van toelaten op een gereguleerde markt), indien de effecten inwisselbaar zijn met effecten die reeds 18 maanden waren genoteerd op diezelfde markt, op voorwaarde dat een korte samenvatting wordt gepubliceerd met de in bijlage IX van de verordening voorgeschreven informatie.

Tevens wordt een aantal voorstellen gedaan om de opmaak van een prospectus te vereenvoudigen en te stroomlijnen binnen de EU.<sup>4</sup> Ook wordt een versoepeling voorgesteld in het universeel registratiedocument-regime door de status van 'frequent uitgevende instelling' vanaf één jaar in plaats van twee jaar te verlenen. Verder worden enkele wijzigingen permanent, afkomstig uit het kapitaalmarkten herstellepakket.<sup>5</sup> Het gaat om de wijziging in de vrijstellingsgrens van 150 miljoen euro voor kredietinstellingen die doorlopend *non-equity* aanbiedingen doen en wijzigingen in de regels voor een supplement op het prospectus.<sup>6</sup> Tevens wordt de verplichte leesperiode verkort van zes naar drie dagen tussen de publicatie van het prospectus en het moment dat de aanbieding afloopt.

Ten slotte worden voorstellen gedaan om het goedkeuringsproces van prospectussen door de nationale toezichthouders te stroomlijnen en wordt een nieuw equivalentieregime geïntroduceerd voor prospectussen van bedrijven van buiten de EU. Een prospectus hoeft op grond van het nieuwe equivalentieregime niet meer ter goedkeuring te worden voorgelegd aan de nationaal

---

<sup>3</sup> Een mkb-groeimarkt is een subcategorie van de multilaterale handelsfaciliteit (MTF) die per 3 januari 2018 bestaat. Het doel van de mkb-groeimarkt is om met lagere administratieve lasten, mkb-ondernemingen een eenvoudigere manier van een beursnotering te bieden.

<sup>4</sup> Het standaardprospectus krijgt een paginalimiet voor een eerste uitgifte van aandelen, mag volledig in het Engels worden opgemaakt en bevat verplicht verwijzingen naar bepaalde documenten (zoals jaarrekeningen), in plaats van deze integraal op te nemen. Daarnaast wordt het vervolprospectus ('follow-on') geïntroduceerd voor de uitgifte van effecten die al worden verhandeld op een gereguleerde markt of mkb-groeimarkt voor een periode van 18 maanden, ter vervanging van het vereenvoudigd prospectus en het EU-herstelprospectus. Het EU-groeiopropectus wordt vervangen door het EU-groei uitgiftedocument.

<sup>5</sup> Verordening (EU) 2021/337 van het Europees Parlement en de Raad van 16 februari 2021 tot wijziging van Verordening (EU) 2017/1129 wat betreft het EU-herstelprospectus en gerichte aanpassingen voor financiële tussenpersonen en Richtlijn 2004/109/EG wat betreft het gebruik van het uniform elektronisch verslagleggingsformaat voor jaarlijkse financiële overzichten om het herstel van de COVID-19-crisis te ondersteunen (PbEU 2021, L 68).

<sup>6</sup> Non-equity financiële instrumenten zijn instrumenten anders dan eigenvermogeninstrumenten (equity, aandelen), zoals obligaties en derivaten met een onderliggende waarde (bijvoorbeeld indices, futures of opties).

bevoegde autoriteiten in kwestie indien voldaan wordt aan de equivalentiecriteria, maar hoeft slechts te worden gedeponereerd.

#### *Wijzigingen Verordening marktmisbruik*

De voorgestelde wijzigingen van de verordening marktmisbruik (MAR)<sup>7</sup> hebben tot doel de regeldruk te verminderen voor ondernemingen die reeds genoteerd zijn. Een belangrijke wijziging is gelegen in de plicht voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken. De reikwijdte van deze plicht wordt ingeperkt tot een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te bewerkstelligen (bijvoorbeeld het proces voorafgaand aan en resulterend in een overname van een andere onderneming). Voor dergelijke processen geldt dat niet alleen informatie gerelateerd aan de eindsituatie voorwetenschap kan opleveren, maar ook informatie gerelateerd aan de tussenstappen. Het voorstel zondert informatie gerelateerd aan tussenstappen uit van de publicatieplicht met als doel de publicatieplicht te verduidelijken. Ook poogt de Commissie andere aspecten van de MAR inzake de openbaarmakingsregels van voorwetenschap te verduidelijken; zo vervalt onder meer de (door Nederland gebruikte) lidstaatoptie om te vereisen dat uitgevende instellingen slechts op aanvraag van de toezichthouder uitstel van publicatie van voorwetenschap moeten melden.

Verder beoogt het voorstel het opstellen van de zogenoemde insider lijst<sup>8</sup> makkelijker te maken voor uitgevende instellingen en wordt de drempel waarboven een transactie door beleidsbepalers in effecten van de eigen uitgevende instelling moet worden gemeld, verhoogd van 5000 euro naar 20.000 euro. Ook heeft het voorstel tot doel het regime rond marktpeilingen te vereenvoudigen en worden de boetemaxima voor enkele openbaarmakingsverplichtingen verlaagd voor het mkb. Tot slot voorziet het voorstel in het opzetten van een *cross market order book surveillance* (CMOBS) mechanisme om toezichthouders in staat te stellen gevallen van grensoverschrijdend marktmisbruik beter aan te pakken en krijgt de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) de bevoegdheid om samenwerkingsplatformen op te richten met andere toezichthouders of met publieke autoriteiten op het gebied van spotmarkten.

#### *Intrekken Noteringsrichtlijn*

De Commissie stelt voor de Noteringsrichtlijn in te trekken.<sup>9</sup> Deze richtlijn bevat regels over het toelaten van effecten tot de notering aan een beurs en de informatie die over die effecten moet worden gepubliceerd, alsmede het toezicht hierop. Deze richtlijn stamt uit 2001 en is grotendeels overbodig geworden met de komst van latere Europese regelgeving, zoals de Prospectusrichtlijn,

---

<sup>7</sup> Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PbEU 2014, L 173).

<sup>8</sup> Een lijst van personen die op basis van een arbeidscontract, werkzaam zijn voor de uitgevende instelling of anderszins taken verrichten in het kader waarvan zij toegang hebben tot voorwetenschap, zoals adviseurs, accountants of ratingbureaus.

<sup>9</sup> Richtlijn 2001/34/EG betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (PbEU 2001, L 184).

de Transparantierichtlijn en de Richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID).<sup>10</sup> Enkele nog wel relevante bepalingen uit de Noteringsrichtlijn worden overgeheveld naar MiFID II en tevens wordt voorgesteld deze bepalingen voor de hele EU nader te harmoniseren. Dit betreft de minimale marktkapitalisatie en het minimale percentage vrij verhandelbare aandelen. Op grond van de Noteringsrichtlijn dient de verwachte marktkapitalisatie (beurswaarde) van een bedrijf dat aan een beurs wil noteren ten minste 1 miljoen euro te bedragen, maar daar mag door lidstaten van worden afgeweken. Met het voorstel wordt deze grens geharmoniseerd. Voorgesteld wordt om daarnaast de grens van het deel van de aandelen van dezelfde klasse dat vrij verhandelbaar moet zijn te verlagen van 25% naar ten minste 10%. Als gevolg van deze verlaging kunnen bedrijven makkelijker naar de beurs, omdat ze een kleinere hoeveelheid aandelen publiek moeten aanbieden en tegelijkertijd meer controle kunnen behouden over besluitvorming binnen het bedrijf.

#### *Wijzigingen Richtlijn en Verordening markten voor financiële instrumenten (MiFID II en MiFIR)*

Naast de wijzigingen in de Richtlijn markten voor financiële instrumenten ('MiFID II')<sup>11</sup> als gevolg van intrekking van Noteringsrichtlijn, bevat het voorstel enkele wijzigingen inzake onderzoek naar beursgenoteerde ondernemingen. MiFID II bepaalt dat beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten aan cliënten verlenen, de kosten van onderzoek naar beursgenoteerde ondernemingen apart aan beleggers moeten doorberekenen als dat onderzoek ziet op ondernemingen met een beurswaarde van meer dan 1 miljard euro. Dit ter voorkoming van belangenconflicten en ter verbetering van de kwaliteit van het onderzoek. Ter stimulering van onderzoek naar beursgenoteerde (mkb-)ondernemingen, wordt voorgesteld om deze grens van 1 miljard euro te verhogen naar 10 miljard euro. Hiermee wordt beoogd (kleinere) beursgenoteerde bedrijven beter zichtbaar te maken voor investeerders. Verder wordt voorgesteld om onderzoek dat volledig of gedeeltelijk door de uitgevende instelling wordt betaald, als '*issuer-sponsored research*' te labelen. Om de objectiviteit en juistheid ervan te garanderen dient dit onderzoek te voldoen aan een gedragscode die de betrokken marktexploitant of toezichthouder heeft opgesteld. De wijzigingen van de Verordening markten voor financiële instrumenten ('MiFIR')<sup>12</sup> hangen samen met de wijzigingen in MAR voor het opzetten van een CMOBS-mechanisme.

#### *Introductie van de MVR-richtlijn*

De Commissie stelt een nieuwe richtlijn voor die lidstaten verplicht om het mogelijk te maken om aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven voor ondernemingen die kapitaal willen ophalen

---

<sup>10</sup> Richtlijn 2003/71/EC van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEU 2003, L 245), Richtlijn 2004/109/EC van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEU 2004, L 390) en Richtlijn 2004/39/EC van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU 2004, L 145).

<sup>11</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (herschikking) (PbEU 2014, L 173).

<sup>12</sup> Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (PbEU 2014, L 173).

op een mkb-groeimarkt. Het voorstel beoogt de toegang tot de mkb-groeimarkt te verbeteren, met name met het oog op familiebedrijven en startups, door de controlerend aandeelhouder – de familie of oprichter – in staat te stellen om na een beursgang de controle over de onderneming te behouden door aan zijn eigen aandelen meer stemrechten toe te kennen. Het voorstel schrijft voor dat lidstaten de mogelijkheid moeten bieden voor ondernemingen die toegang zoeken tot een mkb-groeimarkt om een aandelenstructuur in te voeren waarin ten minste één aandelenklasse bestaat uit aandelen waaraan een hoger aantal stemrechten is verbonden dan aan aandelen uit een andere klasse. De oprichter of familie van de onderneming kan door het bezit van de aandelen met meervoudig stemrecht de controle over de onderneming behouden, terwijl tegelijkertijd de voordelen van een beursnotering kunnen worden genoten. Daarmee draagt dit voorstel bij aan gediversifieerde financiering waar relatief kleinere bedrijven doorgaans minder toegang tot hebben dan grote bedrijven.

De voorgestelde richtlijn schrijft dwingend enkele waarborgen voor die de belangen van de minderheidsaandeelhouders en het belang van de onderneming zelf moeten waarborgen. Zo moet het besluit van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) om meervoudig stemrecht in te voeren en te wijzigen genomen worden met een gekwalificeerde meerderheid van de stemmen. Daarnaast moeten lidstaten ofwel een maximale stemverhouding vaststellen tussen de aandelen met en zonder meervoudig stemrecht en een maximum stellen aan het geplaatst aandelenkapitaal dat uit aandelen met meervoudig stemrecht kan bestaan, ofwel, de uitoefening van meervoudige stemrechten beperken als het gaat om besluiten die de AVA met een gekwalificeerde meerderheid moet nemen. In aanvulling daarop geeft de richtlijn enkele lidstaatopties, die verdergaande bescherming van minderheidsaandeelhouders en de onderneming mogelijk maken. Een voorbeeld daarvan is dat de aandelen met meervoudig stemrecht niet overgedragen kunnen worden aan derden of dat het meervoudig stemrecht eindigt na verloop van een bepaalde periode.

Tot slot voorziet het voorstel in een transparantieverplichting. Ondernemingen die een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht hebben ingevoerd en aandelen verhandelen of zullen verhandelen op de mkb-groeimarkt, moeten bepaalde informatie openbaar maken. Het gaat bijvoorbeeld om transparantie over de soorten aandelenklassen die er zijn, eventuele rechten of beperkingen die daaraan zijn verbonden en over door wie de aandelen met meervoudig stemrecht worden gehouden. Overigens laat de richtlijn onverlet dat de lidstaten een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht introduceren of behouden in gevallen die buiten het toepassingsbereik van dit voorstel vallen, zoals bij notering op gereguleerde markten.

#### *b) Impact assessment Commissie*

De Commissie heeft in de aanloop naar dit wetgevingspakket verschillende consultaties verricht.<sup>13</sup> Daarbij zijn enkele knelpunten in bestaande wet- en regelgeving geïdentificeerd: (i) ongelijke

---

<sup>13</sup> In de context van de CMU High Level Forum (HLF), de Technical Expert Stakeholder Group on SMEs (TESG) en het CMU actieplan uit 2020 zijn knelpunten genoemd voortvloeiend uit wet- en regelgeving die bedrijven ervaren bij een beursnotering. De TESG heeft 12 concrete voorstellen gedaan aan de Commissie en lidstaten om de toegang van mkb-bedrijven tot publieke markten te verbeteren. Deze voorstellen bouwen verder op het

mogelijkheden waar het gaat om aandeelhoudersstructuren voor de beursnotering, ook wel *Initial Public Offering* (IPO) genoemd (pre-IPO-fase), (ii) lasten tijdens de beursnotering (IPO-fase), en (iii) post-IPO lasten.

#### *Pre-IPO-fase*

Het eerste knelpunt betreft de gefragmenteerde regelgeving voor meervoudig stemrecht. Volgens de Commissie is de vrees om controle te verliezen na een beursnotering een belangrijke belemmering voor mkb-ondernemingen om toegang te zoeken tot de kapitaalmarkt. Een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht biedt hiervoor soelaas omdat de controlerend aandeelhouder daarmee een relatief groot deel van het aandelenkapitaal kan verkopen, zonder een evenredig groot deel aan stemrechten prijs te geven. In sommige lidstaten zijn aandelenstructuren met meervoudig stemrecht mogelijk, terwijl ze in andere landen verboden zijn. Dit biedt ongelijke kansen voor bedrijven binnen de EU. Ter bevordering van een gelijk speelveld binnen de interne markt wat betreft de toegang tot de mkb-groeimarkten, acht de Commissie het daarom wenselijk om regels over aandelenstructuren met meervoudig stemrecht te harmoniseren. De Commissie heeft voor de MVR-richtlijn onderzoek gedaan naar zowel minimum- als maximumharmonisatie. De optie van maximumharmonisatie zou gepaard gaan met meer verplichtingen voor lidstaten en extra beperkingen c.q. vereisten voor bedrijven, in het bijzonder in lidstaten waar een flexibele aandelenstructuur reeds mogelijk is. Gelet op de bijzonderheden van de verschillende nationale regimes en het doel van de richtlijn om beursnoteringen op een mkb-groeimarkt aantrekkelijker te maken, is gekozen voor de optie van minimumharmonisatie.

#### *IPO-fase*

Het tweede knelpunt ziet op de lasten die gepaard gaan met een beursnotering. Uitgevende instellingen zijn bij een beursnotering verplicht om een prospectus op te maken en publiceren, tenzij sprake is van een vrijstelling. Het opstellen van een prospectus kan tot hoge kosten leiden, zowel bij een eerste beursnotering als bij uitgifte van reeds genoteerde effecten. Daarnaast verschilt de manier waarop nationale toezichthouders een prospectus toetsen tussen lidstaten, zoals ook geconstateerd in een recente ESMA peer review. Het gaat dan om de lengte van het proces, de opgevraagde informatie en de toets zelf. Om tot lastenverlichting te komen voor bedrijven in de IPO-fase, heeft de Commissie twee opties verkend. Optie 1 houdt in dat de toetsing van het prospectus door de nationale toezichthouder zou worden geschrapt en worden vervangen door toetsing door de beursexploitant. Deze optie zou volgens de Commissie slechts deels tegemoet komen aan de doelstelling. Ook zou de uitgevende instelling wellicht niet kunnen noteren in een andere lidstaat (bij een andere beurs) zonder een nieuw document op te stellen (geen paspoort). Optie 2 zet in op kortere prospectussen en gestroomlijnde toetsing door nationale toezichthouders. Uitgevende instellingen zouden profiteren van een gestroomlijnd standaardprospectus, de introductie van een EU-toelatingsdocument voor het aanbieden van effecten en notering op mkb-groeimarkten en de vrijstelling voor de meeste secundaire uitgiftes

---

werk van de CMU HLF, een Oxera-studie, en het ESMA evaluatierapport over MiFID II over het functioneren van mkb-groeimarkten. In 2021 heeft de Commissie een publieke en gerichte consultatie gedaan naar het huidige wettelijk kader. De Commissie heeft ook twee technische workshops georganiseerd met belanghebbenden uit het bedrijfsleven.

door reeds genoteerde bedrijven. De kosten zullen daardoor lager uitvallen en nationale toezichthouders behouden hun bevoegdheden. De lastenvermindering voor uitgevende instellingen wordt fors hoger geschat dan bij optie 1. Optie 2 wordt daarom effectief bevonden door de Commissie in het bereiken van de doelstelling en geniet de voorkeur.

#### *Post-IPO-fase*

Het derde knelpunt zijn de lasten die gepaard gaan met een notering.<sup>14</sup> De kern van de hoge regeldruk wat betreft de MAR ligt wat de Commissie betreft bij de plicht voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken. Voorwetenschap is een breed en open begrip, waardoor uitgevende instellingen veel kosten voor juridisch advies maken om te bepalen of bepaalde informatie als voorwetenschap kwalificeert en of publicatie ervan eventueel uitgesteld kan worden. Om de lasten die hiermee samenhangen te verminderen identificeert de Commissie twee opties: (1) aanpassen van de definitie van voorwetenschap in relatie tot de openbaarmakingsplicht, gecombineerd met verduidelijken van de voorwaarden voor uitstel; en (2) het opstellen van een uitputtende lijst van gebeurtenissen die als voorwetenschap in de zin van de publicatieplicht moeten worden gezien. Hoewel optie 2 de grootste lastenreductie met zich meebrengt, is deze optie minder effectief wat betreft het borgen van beleggersbescherming en marktintegriteit. Optie 1 combineert een aanzienlijke lastenreductie voor uitgevende instellingen met een adequate borging van de marktintegriteit. Alles afwegend wordt optie 1 door de Commissie als voorkeursoptie gezien.

#### *Noteringsrichtlijn*

Voor de Noteringsrichtlijn heeft de Commissie twee opties verkend. Optie 1 betreft het intrekken van de inmiddels grotendeels gedateerde richtlijn en het overhevelen van de nog wel relevante bepalingen naar de MiFID II. Optie 2 betreft een herziening van de Noteringsrichtlijn. De Commissie kiest in haar voorstel voor optie 1 omdat zij optie 2 minder effectief acht waar het gaat om het harmoniseren van regels en marktpraktijken.

### **3. Nederlandse positie ten aanzien van het voorstel**

#### *a) Essentie Nederlands beleid op dit terrein*

Het kabinet hecht groot belang aan verdere verdieping van de Europese kapitaalmarktunie en steunt het actieplan dat de Commissie daartoe heeft opgesteld.<sup>15</sup> Een sterke Europese kapitaalmarktunie draagt bij aan de economische groei via efficiënte allocatie van kapitaal en aan financiële stabiliteit door vergroting van het schokabsorberend vermogen van financiële markten. Dit wetgevingspakket is onderdeel van de uitvoering van dit actieplan. Het kabinet steunt het voornemen om de lastendruk rond het verkrijgen en hebben van een beursnotering verder te

---

<sup>14</sup> Wat betreft het verlagen van regeldruk in de post-IPO fase zijn vooral de publicatieplichten uit de Transparantierichtlijn en de Verordening marktmisbruik relevant. Uit de in 2021 door de Commissie uitgevoerde Fitness Check on the EU framework for public reporting by companies is gebleken dat het regime van de transparantierichtlijn naar wens functioneert. De Commissie richt zich bij dit wetgevingspakket daarom alleen op de Verordening marktmisbruik.

<sup>15</sup> [BNC-fiche Mededeling Nieuw Actieplan Kapitaalmarktunie](#). Kamerstukken II 2020/21, 22 112 nr. 2953.



verminderen. Het is evenwel van belang de juiste balans te vinden tussen vereenvoudiging van regels en het behoud van de integriteit van de markt en een adequate beleggersbescherming.<sup>16</sup>

In Nederland is het, onafhankelijk van een beursnotering, mogelijk voor ondernemingen om een aandelenstructuur in te voeren met meervoudig stemrecht. Voor het invoeren van een dergelijke structuur is het in Nederland niet nodig dat de onderneming toegang zoekt tot een mkb-groeimarkt of ander type handelsplatform. Het uitgangspunt in Nederland is dat aan alle aandelen van een gelijk bedrag gelijke rechten zijn toegekend. Is het kapitaal van de onderneming verdeeld in aandelen van hetzelfde bedrag, dan is aan ieder aandeel één stem verbonden. Van deze uitgangspunten kan statutair worden afgeweken binnen de grenzen van het gelijkheidsbeginsel (artikel 2:92 BW en artikel 2:8 lid BW), om een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht in te voeren.<sup>17</sup>

#### *b) Beoordeling en inzet ten aanzien van dit voorstel*

Het kabinet staat over het algemeen positief tegenover het voorgestelde wetgevingspakket en onderschrijft het doel om de toegang tot beurzen, in het bijzonder voor mkb-ondernemingen in Europees verband te verbeteren en om bedrijven binnen de EU betere en gelijke kansen te bieden om externe financiering aan te trekken.

#### *Prospectusverordening*

Het kabinet staat in beginsel positief tegenover het voorstel om de prospectusvrijstellingsgrens voor kleine aanbiedingen van effecten aan het publiek te verhogen en tevens te harmoniseren in de EU. Het kabinet is van mening dat verhoging van deze grens in de hele EU direct een lastenvermindering kan opleveren voor het mkb dat financiering wenst op te halen in de markt. Tegelijkertijd zal het kabinet in de onderhandelingen aandacht vragen voor het effect van de verhoging van deze grens naar 12 miljoen euro op de beleggersbescherming en erop inzetten mogelijke negatieve gevolgen zoveel mogelijk te beperken.

Het kabinet staat daarnaast positief tegenover het voorstel om uitgevende instellingen vrij te stellen van het publiceren van een prospectus bij een vervolgemissie, indien de effecten inwisselbaar zijn met effecten die reeds waren toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of mkb-groeimarkt en indien de uitgifte over een periode van 12 maanden niet meer dan 40% vertegenwoordigt van het aantal effecten dat reeds tot de handel op dezelfde markt is toegelaten. Het kabinet kan de verhoging van de grens van 20% naar 40% en de uitbreiding van de vrijstelling naar de mkb-groeimarkt steunen. Het wordt op deze manier makkelijker voor bedrijven die al zijn genoteerd om extra kapitaal op te halen. De vrijstelling zal ook gelden in het geval van een vervolgemissie die uitgebreid wordt naar retailbeleggers. Het kabinet kan zich ook

---

<sup>16</sup> [Reactie op EU consultatie verbeteren toegang kapitaalmarkten \(Listing act\)](#). Kamerstukken II 2021/22, 22 112, nr. 3288.

<sup>17</sup> Bijvoorbeeld op grond van artikel 2:118 lid 3 BW of door middel van loyaliteitsaandelen. In jurisprudentie is in voorkomend geval in het kader van loyaliteitsaandelen nader uitgewerkt hoe het gelijkheidsbeginsel moet worden getoetst. Zo moet er onder meer een objectief gerechtvaardigde reden zijn voor het onderscheid dat tussen de aandelen wordt gemaakt.

hierin vinden, zolang de initiële prospectus wel is opgesteld voor retailbeleggers om adequate beleggersbescherming te behouden.

Het kabinet is kritisch op het voorstel om uitgevende instellingen in bepaalde gevallen vrij te stellen van zowel een prospectus voor uitgifte van effecten als voor toelating tot de handel (in geval van toelaten op een gereguleerde markt). Zo geldt er in het voorstel in bepaalde gevallen geen limiet op de vervolgitgifte van onderling vervangbare effecten en kan een uitgevende instelling zonder een nieuw prospectus overstappen van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt. Het kabinet vindt het belangrijk dat ook bij deze vrijstelling sprake zou moeten zijn van de voorwaarde dat de vervolgitgifte niet meer dan een bepaald percentage van het aantal effecten dat reeds tot de handel is toegelaten vertegenwoordigt, bijvoorbeeld ook 40%. Ook is het van belang dat er een (recent) goedgekeurd prospectus beschikbaar is indien een uitgevende instelling voornemens is om over te stappen van een mkb-groeimarkt naar een gereguleerde markt. Daarvoor zal het kabinet aandacht vragen in de onderhandelingen.

Het kabinet is voorstander van het stroomlijnen en vereenvoudigen van prospectussen en is van mening dat de voorgestelde maatregelen bijdragen aan lastenverlichting voor uitgevende instellingen en ook de leesbaarheid van het prospectus ten goede komen. Het kabinet kan het verlichte prospectusregime van het vervolgppectus (*follow-on prospectus*) steunen, maar vraagt zich wel af hoe dit zich verhoudt tot de hierboven beschreven vrijstelling die wordt geïntroduceerd voor uitgifte van reeds toegelaten effecten en of het vervolgppectus een nuttige aanvulling daarop vormt. Het kabinet kan zich ook vinden in de versoepeling van het universeel registratiedocumentregime. Ten slotte kan het kabinet het voorstel om de verplichte leesperiode van een prospectus te verkorten naar drie dagen, hoewel de leestijd voor beleggers aanzienlijk wordt verkort, steunen. De versoepeling draagt immers bij aan een flexibelere en dus in sommige situaties snellere uitgifte, wat het marktrisico voor betrokken partijen kan verkleinen. Het wordt met een kortere aanbiedingsperiode aantrekkelijker om ook retailbeleggers te benaderen, die nu vanwege onder andere dit gebrek aan flexibiliteit worden uitgesloten van inschrijving.

Het kabinet is voorstander van het voorstel van de Commissie om de toetsing van prospectussen door nationaal bevoegde toezichthouders te stroomlijnen.<sup>18</sup> Tussen deze goedkeuringsprocedures bestaan soms grote verschillen tussen lidstaten, zowel in de duur van de procedure als de aanvullende eisen die de toezichthouder aan de door de uitgevende instelling te publiceren informatie stelt. Het is in het belang van de Europese kapitaalmarktunie als deze processen niet ver uiteenlopen om toezichtarbitrage tegen te gaan. Het kabinet steunt het voorstel ter aanscherping van de goedkeuringsprocedures, met inachtneming van een kritische noot waar het gaat om de delegatiebepaling (zie paragraaf 6b). Het voorstel bevat daarnaast een bevoegdheid voor ESMA om iedere drie jaar een peer review uit te voeren bij toezichthouders. Het kabinet

---

<sup>18</sup> Tussen deze goedkeuringsprocedures bestaan soms grote verschillen tussen lidstaten, zowel in de duur van de procedure als de aanvullende eisen die de toezichthouder aan de door de uitgevende instelling te publiceren informatie stelt. Het is in het belang van de Europese kapitaalmarktunie als deze processen niet ver uiteenlopen om toezichtarbitrage tegen te gaan.

wenst te benadrukken dat de ESMA-verordening al in algemene zin ESMA de bevoegdheid geeft om peer reviews uit te voeren.<sup>19</sup>

Het kabinet steunt het nieuwe equivalentieregime voor prospectussen uit derde landen. Het huidige regime laat veel ruimte en dus ook verantwoordelijkheid bij nationale toezichthouders om een prospectus uit een derde land te beoordelen. Toezichthouders worstelden met dergelijke goedkeuringen. Wanneer de Commissie derde landen equivalent verklaart op basis van duidelijke eisen, kunnen zowel de toezichthouders in de lidstaten als uitgevende instellingen uit derde landen leunen op deze beoordeling. Uitgevende instellingen hoeven het prospectus dan slechts nog te deponeren en de uitgevende instelling kan daarmee sneller de markt op, zonder dat afbreuk wordt gedaan aan de eisen die reeds in de jurisdictie van lidstaten gelden.

#### *Verordening marktmisbruik*

Het borgen van de marktintegriteit is van essentieel belang voor het vertrouwen in de kapitaalmarkten en het functioneren daarvan. De regels ter voorkoming van marktmisbruik zijn een onontbeerlijke schakel in het borgen van de marktintegriteit. Binnen die regels is de plicht voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken één van de pijlers. Het kabinet staat daarom kritisch tegenover de voorgestelde wijzigingen van de publicatieplicht. Door de reikwijdte van die plicht te beperken, wordt het uitgevende instellingen makkelijker gemaakt (en besparen zij kosten), het blijft echter onduidelijk wat dit betekent voor de integriteit van de markt en daarmee of de maatregel überhaupt enig positief effect op de markt als geheel heeft. Hoe langer voorwetenschap "rondzweeft", hoe groter de kans dat de kring van ingewijden alsmaar groter wordt en daarmee de kans dat uiteindelijk iemand op de voorwetenschap handelt. Het argument van de Commissie dat deze maatregel mede voorkomt dat beleggers te veel "onrijpe" informatie vanuit uitgevende instellingen krijgen en daarmee bijdraagt betere beleggingsbeslissingen, overtuigt niet. Informatie die kwalificeert als voorwetenschap is per definitie "rijp", ongeacht of dit informatie is die relateert aan een tussenstap, en daarmee van belang voor beleggers en de uiteindelijk te nemen beleggingsbeslissing. Het kabinet zal zich op dit punt kritisch opstellen in de onderhandelingen en de Commissie vragen naar de gevolgen voor de marktintegriteit. Ook is het kabinet nog niet overtuigd van het nut van de aanpassingen betreffende het uitstellen van publicatie van voorwetenschap en de herschreven bepaling wat betreft het reageren op geruchten.

Het kabinet kan de overige voorgestelde wijzigingen van de MAR wel steunen, maar vraagt zich op onderdelen wel af of hiermee de beoogde vermindering van regeldruk bereikt wordt. Het kabinet is voorstander van het CMOBS-mechanisme, maar zal aandacht vragen voor een zo efficiënt mogelijke invoering, waarbij ook aandacht is voor de lasten die dit met zich meebrengt voor nationaal bevoegde autoriteiten.

---

<sup>19</sup> Verordening (EU) 1095/2010.

### *Noteringsrichtlijn*

Het kabinet kan het voorstel voor intrekking van de Noteringsrichtlijn en overheveling van de nog relevante bepalingen uit die richtlijn naar MiFID II steunen. Dit omdat het kabinet zich kan vinden in de onderliggende argumentatie van de Commissie dat een groot deel van de Noteringsrichtlijn overbodig is geworden door latere Europese regelgeving en nadere harmonisatie van de toepassing wenselijk is voor een geïntegreerde kapitaalmarkt. Het kabinet zal de Commissie vragen naar een verduidelijking van de gevolgen van de intrekking van de richtlijn voor het toezichtkader.

Wat betreft de naar MiFID II over te hevelen bepalingen, kan het kabinet zich vinden in het volledig harmoniseren van de eis van de marktkapitalisatie van ten minste 1 miljoen euro. De marktkapitalisatie van bedrijven die een beursnotering ambiëren ligt in de praktijk vaak hoger. Het kabinet staat open voor de harmonisatie van het verplichte percentage vrij verhandelbare aandelen, maar vraagt zich af of het voorgestelde verlaagde percentage van 10% niet te laag is. Enerzijds maakt een lager percentage dat het aantrekkelijker wordt voor bedrijven om hun effecten op een beurs te noteren. Anderzijds kan de aantrekkelijkheid voor beleggers om in deze bedrijven te investeren hierdoor afnemen, gelet op de mogelijk beperktere liquiditeit. Het kabinet zal aandacht vragen voor een adequate balans, waarbij de Europese kapitaalmarkt internationaal concurrerend blijft.

### *Richtlijn markten voor financiële instrumenten*

Het kabinet acht het positief dat onderzoek naar beursgenoteerde bedrijven door analisten wordt gestimuleerd. Een betere beschikbaarheid van dergelijke onderzoeken draagt bij aan de zichtbaarheid van bedrijven, en aan het nemen van goed geïnformeerde beleggingsbeslissingen. Het kabinet steunt daarom het voorstel om onderzoek dat (deels) door de uitgevende instelling wordt bekostigd te faciliteren. Het is positief dat het voorstel hieraan nadere voorwaarden stelt, middels een gedragscode, om de objectiviteit van dergelijk onderzoek te kunnen borgen.

Het kabinet heeft echter twijfels bij de effectiviteit en proportionaliteit van de voorgestelde verhoging van de grens waaronder beleggingsondernemingen de kosten van onderzoek en beleggingsdiensten gebundeld bij hun klanten in rekening mogen brengen. Het kabinet vraagt zich af of, zoals genoemd in de argumentatie van de Commissie, dit voorstel leidt tot meer onderzoek naar kleinere beursgenoteerde bedrijven, mede gelet op de opvattingen van stakeholders in de consultatie. Uit recente rapporten van ESMA blijkt dat de huidige regelgeving geen negatieve impact heeft gehad op de kwantiteit van onderzoek.<sup>20</sup> Het regelgevend kader is tevens recentelijk herzien om met beleggingsdiensten gebundelde betaling van onderzoek naar bedrijven met een beurswaarde tot 1 miljard euro toe te staan.<sup>21</sup> Het kabinet zal tijdens de onderhandelingen de Commissie vragen naar de rationale voor een verhoging van deze grens.

---

<sup>20</sup> [Investor protection MiFID II research unbundling – first evidence](#), ESMA Report No. 2, 2020; [MiFID II Research Unbundling – impact on EU equity markets](#), ESMA Working Paper, No 3, 2021.

<sup>21</sup> Richtlijn (EU) 2021/338 van het Europees Parlement en de Raad van 16 februari 2021 tot wijziging van Richtlijn 2014/65/EU wat betreft informatievereisten, productgovernance en positielimieten, en Richtlijnen 2013/36/EU en (EU) 2019/878 wat betreft de toepassing daarvan op beleggingsondernemingen, om bij te dragen aan het herstel van de COVID-19-crisis (PbEU 2021, L 68).

### *MVR-richtlijn*

Het kabinet is het eens met de Commissie dat een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht kan bijdragen aan een verbetering van de toegang tot de mkb-groeimarkt en kan helpen om bedrijven binnen de EU gelijke kansen te geven. Ook is het kabinet een voorstander van minimumharmonisatie, om lidstaten flexibiliteit en de ruimte te geven om de regeling zo goed mogelijk aan te laten sluiten op hun nationale regimes.

In Nederland is momenteel geen mkb-groeimarkt geregistreerd, waarmee de directe impact van deze nieuwe richtlijn op Nederlandse bedrijven vooralsnog beperkt is. Wel kunnen Nederlandse mkb-ondernemingen zich laten noteren aan andere Nederlandse beurzen, zoals bestaande gereguleerde markten of MTFs, waarbij in Nederland het invoeren van een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht al tot de mogelijkheden behoort. Het kabinet zal erop inzetten dat het voorstel wat techniek betreft zoveel mogelijk de ruimte biedt om aangesloten te worden op het Nederlandse stelsel. Dat geldt bijvoorbeeld voor de wijze waarop de minderheidsaandeelhouders en de ondernemingen zelf volgens het voorstel moeten worden beschermd in het geval een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht wordt gehanteerd. Ook geldt dit voor de beschermingsbepalingen die als lidstaatoptie zijn meegegeven.

Het kabinet is in beginsel voorstander van transparantievereisten als het gaat om aandelenstructuren met meervoudige stemrechten. Voor investeerders is van groot belang dat duidelijk is wat de structuur is van het bedrijf waar in wordt geïnvesteerd en wat beperkingen zijn ten aanzien van de verhandelbare aandelen. Dergelijke transparantieverplichtingen kan Nederland uiteraard steunen, omdat deze doorgaans ook al onderdeel zullen uitmaken van een prospectus. Daarentegen signaleert het kabinet een aandachtspunt bij de voorgestelde transparantieverplichtingen, waar die zien op transparantie inzake de namen van aandeelhouders met meervoudige stemrechten. Dat heeft onder andere te maken met de doelgroep van deze richtlijn, het mkb. Bij het mkb zijn investeerders en aandeelhouders vaker natuurlijke personen, waardoor sneller sprake zal zijn van een inbreuk op privacyrechten. Het kabinet heeft dan ook vragen bij de proportionaliteit van het voorstel om de namen van aandeelhouders met meervoudige stemrechten openbaar te maken, mede gelet op de ontwikkelingen bij het Hof van Justitie van de EU over het UBO-register. In de onderhandelingen zal het kabinet daarom aandacht vragen voor de verhouding met de Algemene verordening gegevensbescherming (AVG).

### *c) Eerste inschatting van krachtenveld*

Het kabinet verwacht dat de lidstaten overwegend positief zullen oordelen over de doelen die de Commissie met dit voorstel wil bereiken, omdat het aansluit bij de Raadsconclusies van 1 december 2020 waarin het belang van de verdieping van de kapitaalmarktunie is benadrukt.<sup>22</sup> Het bredere doel van dit voorstel om de Europese kapitaalmarkten aantrekkelijker te maken en

---

<sup>22</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/12/04/capital-markets-union-council-approves-conclusions-on-the-commission-s-new-action-plan/>.

tegelijkertijd de belangen van beleggers en de marktintegriteit te verzekeren, wordt breed gedragen in bijeenkomsten van de Commissie met lidstaten.

De positie van het Europees Parlement (Commissie economische en monetaire zaken) is nog niet bekend.

#### **4. Beoordeling bevoegdheid, subsidiariteit en proportionaliteit**

##### *a) Bevoegdheid*

De Commissie stelt als juridische basis voor het wetgevingspakket artikelen 50 (COM(2022) 760: MiFID II en Noteringsrichtlijn, COM(2022) 761: MVR richtlijn), 53, eerste lid (COM(2022) 760: MiFID II en Noteringsrichtlijn) en artikel 114 (COM(2022) 762: Prospectusverordening, MiFIR en Verordening marktmisbruik en COM(2022) 761: MVR-richtlijn) van het VWEU voor. De rechtsgrondslagen zijn hiermee gelijk aan die van de via de onderhavige voorstellen te wijzigen verordeningen en richtlijnen. Artikel 50 VWEU geeft de bevoegdheid aan het Europees Parlement en de Raad teneinde de vrijheid van vestiging voor een bepaalde werkzaamheid te verwezenlijken, te beslissen bij wege van richtlijnen. Artikel 53, eerste lid, VWEU geeft de EU de bevoegdheid teneinde de toegang tot werkzaamheden, anders dan in loondienst, en de uitvoering daarvan te vergemakkelijken, richtlijnen vast te stellen inzake de onderlinge erkenning van diploma's, certificaten en andere titels en inzake de coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten betreffende de toegang tot deze werkzaamheden. Op grond van artikel 114 VWEU is de EU bevoegd om maatregelen vast te stellen ten aanzien van de instelling en de werking van de interne markt. Het kabinet kan zich vinden in de voorgestelde rechtsgrondslagen. Op het terrein van de interne markt heeft de EU een met de lidstaten gedeelde bevoegdheid (artikel 4, tweede lid, onderdeel a, VWEU).

##### *b) Subsidiariteit*

Het kabinet beoordeelt de subsidiariteit voor alle drie voorstellen als positief. De voorstellen hebben tot doel om beursnoteringen van bedrijven – in het bijzonder het mkb – aantrekkelijker te maken en daarmee de toegang tot extern kapitaal te verbeteren. Het pakket past binnen de doelstelling om de Europese kapitaalmarktunie verder te versterken. Het is gezien het grensoverschrijdende en internationale karakter van de kapitaalmarkten, gepast om de regelgeving aangaande dit onderwerp op EU-niveau vast te stellen. Regelgeving over beursnoteringen is in hoge mate reeds Europees vastgesteld. Het ligt voor de hand om daarom ook op dat niveau wijzigingen door te voeren. Zo is het voor een geïntegreerde kapitaalmarkt van belang om het gelijke speelveld in de EU te bewaken, zodat onder meer op het gebied van beleggersbescherming en toegang tot kapitaalmarkten, grensoverschrijdende activiteiten onder gelijke regelgeving vallen. Bovendien past een Europese inzet bij de wens van het kabinet om tot verdergaande harmonisering van regels aangaande kapitaalmarkten te komen. Ook past het in de doelstelling van de kapitaalmarktunie om in te zetten op meer financieringsmogelijkheden voor Europese bedrijven om zo schokken in de economie te weren. De MVR-richtlijn beoogt de verschillen weg te nemen die nu bestaan tussen de nationale regelingen omtrent aandelenstructuren met meervoudig stemrecht en daarmee te zorgen voor meer gelijke kansen voor bedrijven binnen de EU. De verschillen tussen lidstaten kunnen uitsluitend worden

weggenomen met behulp van Europese maatregelen. Om bovenstaande redenen is optreden op EU-niveau gerechtvaardigd.

*c) Proportionaliteit*

Het kabinet beoordeelt de proportionaliteit van alle voorstellen als positief. De voorgestelde maatregelen dienen ertoe noteringen in de EU aantrekkelijker te maken. Dit wordt onder meer bereikt door maatregelen om kosten voortvloeiend uit regelgeving te verminderen en meer flexibiliteit te bieden aan uitgevende instellingen om een aanbieding van effecten te doen aan het publiek en deze te noteren. De Commissie licht in het voorstel toe dat deze maatregelen gezien moeten worden als een belangrijk onderdeel van een breder pakket van maatregelen binnen het kapitaalmarktunie actieplan uit 2020 om de aantrekkelijkheid van de kapitaalmarkt te vergroten. Deze gerichte maatregelen ter vereenvoudiging van beursgangen en noteringen en verduidelijking in regelgeving daaromtrent, zijn naar verwachting geschikt om bij te dragen aan het behalen van het doel om een beursnotering aantrekkelijker te maken voor bedrijven in de EU. Minder ingrijpende maatregelen dan in dit voorstel zullen naar verwachting niet de impact hebben die nodig is om het gewenste doel te bereiken.

Door met de MVR-richtlijn in heel de EU een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht mogelijk te maken binnen de EU, kan een drempel worden weggenomen voor de toegang tot een mkb-groeimarkt. Er zijn ook andere instrumenten denkbaar waarmee de doelstelling van het behouden van controle door oprichters van een onderneming kan worden bereikt, zoals loyaliteitsaandelen, stemrechtloze aandelen of beperking van stemrechten. Het kabinet kan zich vinden in de redenering van de Commissie dat deze instrumenten minder geschikt zijn voor het te bereiken doel, omdat daarmee minder kapitaal kan worden opgehaald dan met meervoudig stemrecht. Daarnaast harmoniseert het voorstel in dat kader ook tot op zekere hoogte de bescherming van de onderneming en andere belanghebbenden in het geval een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht wordt ingevoerd bij een beursnotering op een mkb-groeimarkt. Gekozen is voor minimumharmonisatie, die flexibiliteit aan de lidstaten geeft bij de implementatie en die ruimte laat voor bestaande nationale regelingen met een breder toepassingsbereik.

Desondanks signaleert het kabinet, zoals aangegeven onder 3b, een aandachtspunt bij de voorgestelde transparantieverplichtingen, waar die zien op transparantie inzake de namen van aandeelhouders met meervoudige stemrechten. Dat heeft er vooral mee te maken dat bij het mkb investeerders en aandeelhouders vaker natuurlijke personen zijn, waardoor sprake zal zijn van een inbreuk op privacyrechten wanneer hun naam openbaar moet worden gemaakt. Het kabinet heeft vragen bij de noodzaak en proportionaliteit van deze transparantieverplichting, in verhouding tot het te bereiken doel, namelijk dat beleggers een goed geïnformeerd besluit kunnen nemen over hun investering en, daarnaast, het doel van marktefficiëntie. Dit geldt mede vanwege jurisprudentie van het Hof van Justitie van de EU over de verplichte openbaarheid van het UBO-register op grond van de vijfde anti-witwasrichtlijn. Het Hof oordeelde, kort gezegd, dat de noodzakelijkheid van de publieke toegankelijkheid van persoonsgegevens in dit register onvoldoende is onderbouwd, en niet proportioneel is ten opzichte van het nagestreefde doel.

## **5. Financiële consequenties, gevolgen voor regeldruk, concurrentiekracht en geopolitieke aspecten**

### *a) Consequenties EU-begroting*

Dit voorstel heeft naar verwachting geen gevolgen voor de EU-begroting. Indien het voorstel wel gevolgen zou hebben voor de EU-begroting, is het kabinet van mening dat de benodigde EU-middelen gevonden dienen te worden binnen de in de Raad afgesproken financiële kaders van het MFK 2021-2027, en dat deze moeten passen bij een prudente ontwikkeling van de jaarbegroting.

### *b) Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/ of medeoverheden*

Het kabinet verwacht geen financiële gevolgen voor de Rijksbegroting. Mochten er uiteindelijk extra budgettaire consequenties blijken te zijn, dan worden deze ingepast op de begroting van het beleidsverantwoordelijke departement, conform de regels van de budgetdiscipline.

### *c) Financiële consequenties en gevolgen voor regeldruk voor bedrijfsleven en burger*

Het voorstel heeft naar verwachting over het algemeen geen financiële en administratieve gevolgen voor de burger. Voor bedrijven die zich willen laten noteren aan een beurs zal sprake zijn van lastenverlichting. De lastenvermindering voor uitgevende instellingen in de EU als gevolg van wijzigingen in de prospectusverordening wordt door de Commissie geschat op 67 miljoen euro. De lastenvermindering voor uitgevende instellingen als gevolg van wijzigingen in de verordening marktmisbruik wordt geschat op 89 miljoen euro.

Er kan een (eenmalige) administratieve last zijn voor marktexploitanten als gevolg van implementatie van voorgestelde wijzigingen. De Commissie schat in dat het opzetten van het CMOBS-mechanisme éénmalig 400.000 euro kost en structureel 200.000 euro. Deze kosten worden door de nationaal bevoegde autoriteiten gedragen, waarbij voor Nederland geldt dat deze kosten uiteindelijk ten laste komen van onder toezicht staande instellingen. Er worden geen gevolgen verwacht voor bedrijven en burgers van de MVR-richtlijn, omdat er op dit moment geen mkb-groeimarkten zijn in Nederland.

### *d) Gevolgen voor concurrentiekracht en geopolitieke aspecten*

Het voorstel beoogt de Europese kapitaalmarkten te versterken en de werking van en handel op de markten voor financiële instrumenten te verbeteren. Daarmee wordt de ontwikkeling van financieringsmogelijkheden voor bedrijven bevorderd en aan beleggers meer investeringsmogelijkheden geboden. Dit komt het interne concurrentievermogen van zowel de financiële markten als bedrijven in de reële economie van de EU ten goede. Het voorstel beoogt het concurrentievermogen en de aantrekkelijkheid van de Europese kapitaalmarkten te vergroten, in vergelijking tot markten in andere jurisdicties. Het voorstel heeft geen gevolgen voor geopolitieke aspecten.



## **6. Implicaties juridisch**

### *a) Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid (inclusief toepassing van de lex silencio positivo)*

Aan enkele voorschriften van de Prospectusverordening, Verordening marktmisbruik en MiFIR dient uitvoering te worden gegeven door middel van wijzigingen in algemene regelingen en maatregelen van bestuur, zoals de Vrijstellingsregeling Wft, het Besluit marktmisbruik en het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

Wijzigingen van MiFID II, de introductie van de nieuwe MVR-richtlijn en intrekking van de Noteringsrichtlijn zullen wijzigingen van nationale wet- en regelgeving tot gevolg hebben. Afhankelijk van de aard van de benodigde aanpassingen, zullen de wijzigingen naar aanleiding van de implementatie van de MVR-richtlijn in boek 2 van het Burgerlijk Wetboek worden doorgevoerd of – bijvoorbeeld vanwege de samenhang met de toegang tot de mkb-groeimarkt – in de Wft. De transparantieplichting uit de MVR-richtlijn zal mogelijk een aanpassing vergen in de Wft.

Het voorstel heeft geen gevolgen voor de lex silencio positivo.

### *b) Gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen, incl. NL-beoordeling daarvan Prospectusverordening*

Het voorstel bevat vier nieuwe dan wel deels uitgebreide bevoegdheden voor de Commissie om gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen vast te stellen.

De eerste bevoegdheidstoekenning is opgenomen in artikel 20, elfde lid en betreft de bevoegdheid van de Commissie om gedelegeerde handelingen vast te stellen inzake de eisen aan de goedkeuringsprocedure van nationaal bevoegde toezichthouders. Daarin zal bepaald worden wanneer de nationaal bevoegde autoriteit additionele criteria mag eisen aan het toetsingsproces, de maximale periode die het proces in beslag mag nemen en de consequenties als de nationaal bevoegde autoriteit niet binnen die periode een besluit neemt. Op deze bevoegdheid is op grond van art. 44 de raadplegingsprocedure van toepassing, waarbij de Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet heeft twijfels wat betreft de mogelijkheid van een gedeelte van deze voorgestelde bevoegdheidstoekenning. De regels voor de goedkeuring en publicatie van het prospectus zijn een essentieel onderdeel van de verordening en worden ook nader uitgewerkt in de verordening. In art. 20 worden eisen gesteld aan de duur van de goedkeuringsprocedure en communicatie over de procedure door de toezichthouder. De goedkeuringsprocedure kent een in de verordening beschreven behandeltime van 10 werkdagen maar kan op diverse gronden verlengd worden. Er geldt in zoverre dus geen harde maximale termijn en er gelden ook geen consequenties bij overschrijding van de termijn door de toezichthouder. Het voorstel beoogt dit wel te regelen via een gedelegeerde verordening. Het is niet geheel duidelijk aan welke consequenties wordt gedacht en het kabinet zal hierover vragen stellen aan de Commissie. Het kabinet is van mening dat waar deze delegatiebepaling ziet op het vaststellen van voorschriften inzake financiële aanspraken op toezichthouders, deze gesteld zouden moeten worden in de verordening zelf. Het kabinet kan in dat geval niet instemmen met

delegatie op dit punt. Het kabinet ziet wel ruimte om de maximale behandeltermijn en de omstandigheden waarin de toezichthouder additionele eisen mag stellen aan het toetsingsproces nader vast te stellen in een gedelegeerde verordening. Het gaat dan immers niet om de vaststelling van essentiële onderdelen, maar een aanvulling op de verordening. Het kabinet begrijpt daarom de keuze voor gedelegeerde handelingen. Het is daarnaast wenselijk dat, indien blijkt dat de termijn ofwel te ruim ofwel te strikt is, deze ook relatief snel kan worden aangepast. Hetzelfde geldt voor de bevoegdheid om de situaties te beschrijven waarin nationaal bevoegde toezichthouders nadere eisen mogen stellen aan het goedkeuringsproces en de informatie die gepubliceerd moet worden. Veranderende marktomstandigheden kunnen ertoe leiden dat een nationaal bevoegde toezichthouder additionele eisen wenst te stellen. Het is dan nodig dat deze ruimte relatief snel kan worden geboden. De bevoegdheid om een maximale behandeltermijn vast te stellen en omstandigheden te omschrijven waarin toezichthouders additionele eisen mogen stellen is tevens in inhoud en doel afgebakend.

Artikel 29, zesde lid, bevat de bevoegdheid voor de Commissie om gedelegeerde handelingen vast te stellen en artikel 29, vijfde lid, bevat de bevoegdheid om uitvoeringshandelingen vast te stellen. Beide delegatiebepalingen zien op het nieuwe equivalentieregime.

De Commissie mag op grond van artikel 29, zesde lid, de eisen uit lid 5 voor de equivalentverklaring aanvullen in gedelegeerde handelingen. Op deze bevoegdheid is op grond van art. 44 de raadplegingsprocedure van toepassing, waarbij de Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet kan zich hierin vinden, aangezien de situaties beschreven in artikel 2, tweede lid, van de comitologieverordening niet van toepassing zijn. Op het niveau van de verordening worden al minimumeisen gesteld aan de criteria waaraan een derde land in ieder geval moet voldoen om equivalent verklaard te worden. Het kabinet begrijpt daarom de keuze voor aanvulling van deze minimumeisen bij gedelegeerde handeling. De bevoegdheid van de Commissie is begrensd in doel en inhoud. Het is wenselijk dat de eisen voor het derde land kunnen worden aangepast buiten de reguliere wetgevingsprocedure om, indien omstandigheden daar aanleiding tot geven. Ook gaat het om de vaststelling van niet-essentiële onderdelen, waardoor delegatie mogelijk is. Het kabinet kan zich vinden in de bevoegdheidstoekenning.

De Commissie mag daarnaast op grond van artikel 29, vijfde lid, derde landen equivalent verklaren in uitvoeringshandelingen. Dit mag alleen als is voldaan aan de eisen zoals opgenomen in lid 5 en eventuele aanvullende eisen in gedelegeerde handelingen. Een uitvoeringshandeling leent zich goed voor equivalentverklaringen van derde landen. Het gaat niet om essentiële onderdelen van de verordening of een aanvulling op voorschriften uit de verordening, maar slechts de beoordeling of een land aan reeds voorgeschreven eisen voldoet. Het is wenselijk om derde landen, wanneer zij voldoen aan de vereisten, op korte termijn equivalent te verklaren. Daarmee kan snel op recente omstandigheden in het derde land worden ingespeeld. De Commissie mag landen slechts equivalent verklaren in overeenstemming met artikel 45, tweede lid, dus na een onderzoeksprocedure. De Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet kan zich vinden in de bevoegdheidstoekenning.

Aan ESMA wordt in artikel 30, derde lid, de taak gegeven om samenwerkingsovereenkomsten te sluiten met de toezichthouder van een derde land.<sup>23</sup> Deze samenwerkingsovereenkomsten waarborgen minimaal een doelmatige informatie-uitwisseling waardoor de bevoegde autoriteiten in staat worden gesteld hun taken krachtens deze verordening te vervullen. De Commissie mag, op grond van artikel 30, vierde lid, in gedelegeerde handelingen de minimuminhoud en template van deze overeenkomsten bepalen. Op deze bevoegdheid is op grond van art. 44 de raadplegingsprocedure van toepassing, waarbij de Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet kan zich hierin vinden, aangezien de situaties beschreven in artikel 2, tweede lid, van de comitologieverordening niet van toepassing zijn. Indien de verwachting is dat veel overeenkomsten zullen worden opgesteld, is het wenselijk dat hier op eenzelfde wijze invulling aan wordt gegeven. De bevoegdheidstoekenning ziet niet op de essentiële onderdelen van de verordening, namelijk prospectusregels voor uitgevende instellingen in EU-lidstaten, en leent zich daarom goed voor delegatie. De bevoegdheid is tevens afgebakend in doel (samenwerking). Het kabinet kan zich vinden in de bevoegdheidstoekenning.

De Raad en het Europees Parlement hebben drie maanden na notificatie (verlenging van drie maanden mogelijk) de tijd om bezwaar te maken tegen de vaststelling van de vier gedelegeerde handelingen.<sup>24</sup> De bevoegdheden om gedelegeerde handelingen vast te stellen worden in het voorstel toegekend voor onbepaalde tijd. Het kabinet zal pleiten voor toekenning voor bepaalde tijd met de mogelijkheid van stilziggende verlenging waarbij de bevoegdheidsdelegatie naar behoren geëvalueerd kan worden.

#### *Verordening marktmisbruik*

Het wijzigingsartikel betreffende de MAR bevat drie bepalingen die aan de Commissie de bevoegdheid geven om gedelegeerde handelingen vast te stellen, namelijk artikel 17, lid 1b, artikel 25a, vijfde lid en artikel 25a, zesde lid.

De Commissie krijgt op grond van artikel 17, lid 1b, de bevoegdheid om middels gedelegeerde handelingen een niet-uitputtende lijst vast te stellen van informatie die uitgevende instellingen op grond van artikel 17, eerste lid (publicatieplicht voorwetenschap), openbaar zouden moeten maken en het moment waarop van uitgevende instellingen verwacht mag worden dat ze dat doen. Op deze delegatiebepaling is de raadplegingsprocedure van toepassing, waarbij de Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet kan zich hierin vinden, aangezien de situaties beschreven in artikel 2, tweede lid, van de comitologieverordening niet van toepassing zijn. Het gaat in dit geval om het aanvullen of nader specificeren van een plicht die in de hoofdregeling is opgenomen. Delegatie is in dit geval daarom mogelijk en de keuze voor gedelegeerde handelingen is eveneens op zichzelf juist, waarbij het doel (creëren lijst van voorbeelden) naar mening van het kabinet voldoende is afgebakend. De bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen wordt in principe nader geclausuleerd door artikel 35 van

---

<sup>23</sup> Aan ESMA wordt tevens de bevoegdheid gegeven in art. 30 (1) om samenwerkingsovereenkomsten te sluiten met toezichthouders in derde landen inzake de uitwisseling van informatie en de handhaving van verplichtingen die voortvloeien uit deze verordening.

<sup>24</sup> Art. 13 (1), 20 (11), 29 (6), 30(4).

de verordening marktmisbruik. Een verwijzing naar deze nieuwe bevoegdheid wordt echter niet opgenomen in artikel 35. Daardoor kent de bevoegdheid wat duur betreft geen beperking, zal geen evaluatie plaatsvinden, kan de bevoegdheid niet worden ingetrokken en ook geldt de in artikel 35, vijfde lid, opgenomen mogelijkheid van de Raad en het Parlement om bezwaar te maken niet. Gezien het belang van deze bevoegdheid valt moeilijk in te zien waarom artikel 35 niet van toepassing is op deze delegatiebevoegdheid. Het kabinet zal hier in de onderhandelingen dan ook aandacht voor vragen.

Los van de inhoudelijke twijfel die het kabinet heeft ten aanzien van deze delegatiebevoegdheid (zie paragraaf 3b), is het kabinet van mening dat een bevoegdheid tot het vaststellen van technische reguleringsnormen (middels gedelegeerde handelingen) in dit geval de voorkeur geniet boven gedelegeerde handelingen. Bij de totstandkoming van technische reguleringsnormen is op grond van de ESMA-verordening een uitgebreide rol voor ESMA voorzien. Gezien de complexiteit van het onderwerp en de mogelijke waarde voor het toezicht op marktmisbruik, acht het kabinet het van belang dat de nationale toezichthouders, verzameld binnen ESMA, nauw betrokken zijn bij de totstandkoming van een mogelijke gedelegeerde verordening.

Artikel 25a, vijfde lid, geeft de Commissie in het kader van het CMOBS-mechanisme de bevoegdheid om middels gedelegeerde handelingen handelsplatformen te identificeren die een significante grensoverschrijdende dimensie hebben. Het is namelijk de bedoeling dat nationale bevoegde autoriteiten die toezicht houden op een handelsplatform met een significante grensoverschrijdende dimensie het CMOBS-mechanisme opzetten. Het doel van deze delegatiebepaling is daarmee voldoende afgebakend. Op grond van artikel 25a, zesde lid, kan de Commissie gedelegeerde handelingen vaststellen om de in het tweede lid opgenomen lijst van financiële instrumenten aan te vullen waarvoor het CMOBS-mechanisme moet worden opgesteld. Ook deze bevoegdheid is wat doel betreft voldoende naar mening van het kabinet voldoende afgebakend.

Op zowel artikel 25a, vijfde lid, als artikel 25a, zesde lid, is de raadplegingsprocedure van toepassing, waarbij de Commissie wordt bijgestaan door het Europees Comité voor het effectenbedrijf. Het kabinet kan zich hierin vinden, aangezien de situaties beschreven in artikel 2, tweede lid, van de comitologieverordening niet van toepassing zijn. Ook bij deze bepalingen geldt in principe dat artikel 35 nadere voorwaarden stelt aan de uitvoering van de bevoegdheid. Zo stelt het aangepaste tweede lid dat de bevoegdheid in principe voor vijf jaar wordt verleend, waarna evaluatie plaatsvindt. Volgens het aangepaste derde lid van artikel 35 kan de bevoegdheid te allen tijden worden ingetrokken en het vijfde lid bepaalt dat de gedelegeerde handelingen alleen van kracht worden indien het Europees Parlement of de Europese Raad geen bezwaar heeft gemaakt. Deze voorwaarden zijn echter alleen in het geheel van toepassing op artikel 25a, zesde lid. De clausulering wat betreft duur en de mogelijkheid om de bevoegdheid in te trekken zijn niet van toepassing op artikel 25a, zesde lid. Het kabinet ziet niet op voorhand in waarom verschillende voorwaarden moeten gelden en zal dit tijdens de onderhandelingen onder de aandacht brengen, waarbij het uitgangspunt is dat artikel 35 voor elke bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen, moet gelden.

De delegatiebepalingen betreffen het nader specificeren van een in de hoofdregeling opgenomen verplichting. Delegatie is daarom mogelijk en de keuze voor gedelegeerde handelingen is juist. Het kabinet acht de toekenning van deze bevoegdheid wenselijk, omdat met dit instrument snel ingespeeld kan worden op toekomstige ontwikkelingen (nieuwe relevante handelsplatformen en andere financiële instrumenten).

Verder bevat de wijziging van de verordening marktmisbruik twee bepalingen die de Commissie de bevoegdheid geven om uitvoeringshandelingen als bedoeld in artikel 291 VWEU vast te stellen, namelijk de artikelen 18, negende lid, en 25a, vierde lid. Artikel 18, negende lid, betreft de bevoegdheid voor de Commissie om door ESMA opgestelde technische uitvoeringsnormen vast te stellen om het bestaande format voor deelnemers aan een mkb-groeimarkt uit te breiden naar andere categorieën uitgevende instellingen (het genoemde format is via technische uitvoeringsnormen op grond van het bestaande zesde lid vastgesteld). Toekenning van deze bevoegdheid is mogelijk omdat de uitvoeringshandelingen niet zien op essentiële onderdelen van het voorstel, maar om het borgen dat uitgevende instellingen de insider lijst op een gelijkvormige manier vaststellen. Delegatie i.p.v. uitvoering ligt voor de hand, omdat het in dit geval om de praktische uitwerking van een norm in de hoofdregeling gaat. Het kabinet vindt het tevens wenselijk deze bevoegdheid toe te kennen, omdat met uitvoeringshandelingen snel ingespeeld kan worden op veranderde inzichten wat betreft de vormgeving van de insider lijst. Daarbij moet wel de opmerking gemaakt worden dat hier sprake lijkt van een fout. Hoewel het kabinet geen bezwaar ziet tegen aanvulling van de bestaande technische uitvoeringsnormen, vallen de meer algemene grondslagen in het zesde en negende lid weg om überhaupt technische uitvoeringsnormen te kunnen vaststellen wat betreft de insider lijst. Dit lijkt een omissie en het kabinet zal hier aandacht voor vragen in de onderhandelingen.

Artikel 25a, vierde lid, ziet op het vaststellen van door ESMA opgestelde technische uitvoeringsnormen wat betreft de operationele vereisten voor het CMOBS-mechanisme. Toekenning van deze bevoegdheid is mogelijk omdat de uitvoeringshandelingen niet zien op essentiële onderdelen van het voorstel, maar om het borgen van een goede uitvoering van het CMOBS-mechanisme. Dit instrument is eveneens gepast, omdat het om een uitwerking van technische aard gaat die waarborgt dat de verordening volgens eenvormige voorwaarden wordt uitgevoerd. Het kabinet acht toekenning van deze bevoegdheid wenselijk, omdat via uitvoeringshandelingen snel ingespeeld kan worden op relevante technische ontwikkelingen die van invloed kunnen zijn op het functioneren van het CMOBS-mechanisme.

De Commissie stelt de hierboven genoemde technische uitvoeringsnormen vast in overeenstemming met de in artikel 15 van de ESMA-verordening beschreven procedure. ESMA stelt het ontwerp van de technische uitvoeringshandeling vast, waarna deze worden verzonden naar Raad, parlement en Commissie. Na ontvangst van het ontwerp van een technische uitvoeringshandeling besluit de Commissie binnen drie maanden of zij de uitvoeringshandelingen in overeenstemming met het ontwerp vaststelt. Indien dat niet het geval is, wordt het ontwerp teruggezonden naar de relevante Europese toezichthoudende autoriteit, waarna die autoriteit

binnen zes weken een gewijzigd ontwerp kan indienen bij de Commissie. De Commissie besluit daarna om het ontwerp, al dan niet met de door de Commissie gewenste wijzigingen, vast te stellen. Gezien het technische aspect van de uitvoeringshandelingen kan het kabinet zich vinden in deze procedure.

#### *Richtlijn en verordening markten voor financiële instrumenten*

Het voorstel tot wijziging van MiFID II bevat één nieuwe delegatiebepaling. Artikel 51a, zevende lid, geeft de Commissie de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen, indien de voorgeschreven grenzen voor de minimum marktkapitalisatie en het percentage vrij verhandelbare aandelen de liquiditeit op kapitaalmarkten belemmeren. Deze grenzen kan de Commissie vervolgens via een gedelegeerde handeling aanpassen. Het gaat hier dus niet om vaststelling van essentiële onderdelen van de richtlijn, maar een mogelijkheid om deze te wijzigen indien sprake is van belemmering van de liquiditeit op de kapitaalmarkten. Delegatie is in dit geval wenselijk, omdat snel gehandeld moet worden, indien de reeds vastgestelde grens toch voor problemen zorgt. Hoewel het kabinet daarom op voorhand geen bezwaar tegen deze delegatie heeft, lijkt het wel wenselijk om deze te beperken tot enkel de mogelijkheid om deze grenzen vast te stellen binnen een bepaalde bandbreedte. Omdat dit voorstel de grenzen nader harmoniseert en wijzigt, is het wenselijk, voornamelijk waar het gaat om de verlaging van het percentage vrij verhandelbare aandelen naar 10%, om bij nadelige uitwerking deze grenzen op een hoger niveau vast te stellen. Wat het kabinet betreft is een verdere verlaging onwenselijk. Daar is flexibiliteit en snelheid voor nodig en daarvoor lijkt een gedelegeerde handeling een geschikt middel. De bevoegdheid ziet alleen op de in artikel 51a genoemde grenzen en is daarmee strikt afgebakend.

#### *MVR-richtlijn*

Het voorstel voor de MVR-richtlijn bevat geen bepalingen die de Commissie de bevoegdheid geven om gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen vast te stellen.

#### *c) Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum*

##### *inwerkingtreding (bij verordeningen en besluiten) met commentaar t.a.v. haalbaarheid*

De inwerkingtreding van de verordening ter wijziging van de Prospectusverordening, Verordening marktmisbruik en Verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR) wordt voorzien op de twintigste dag na publicatie in het Publicatieblad van de Europese Unie. Artikel 1, zesde lid, onderdeel b en c, en artikel 2, lid 38, onderdeel a, van de verordening zijn van toepassing twaalf maanden na inwerkingtreding.<sup>25</sup> Om te voldoen aan de verplichting voor het instellen van het CMOBS-mechanisme krijgen nationale bevoegde autoriteiten een jaar de tijd.

Hoewel de wijzigingen van de verordening marktmisbruik niet van zodanige aard zijn dat marktpartijen daar voorbereidingstijd voor nodig hebben, zullen evenwel enkele algemene maatregelen van bestuur moeten worden aangepast. Het kabinet zal zich daarom inzetten voor

---

<sup>25</sup> In art. 1, zesde lid, onderdeel b, wordt verwezen naar gedelegeerde handelingen genoemd in art. 13, eerste lid. Art. 1, zesde lid, onderdeel c, schrijft voor dat prospectussen inzake aandelen of andere overdraagbare effecten maximaal 300 pagina's mogen zijn. Art. 2, lid 38, onderdeel a, betreft de wijziging van de reikwijdte van de plicht voor uitgevende instellingen om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken.

een toepassingstermijn van ten minste zes maanden wat betreft de onderdelen waarvoor onmiddellijke toepassing is voorzien. Verder is het de vraag of de bevoegde autoriteiten in staat zullen zijn om binnen één jaar het CMOBS-mechanisme in te stellen, daar dit gepaard zal gaan met onder andere aanpassingen in en ontwikkeling van IT-infrastructuur. Het kabinet zal hier aandacht voor vragen tijdens de onderhandelingen.

De lidstaten dienen de richtlijn ter wijziging van MiFID II en ter intrekking van de Noteringsrichtlijn binnen 12 maanden na datum van inwerkingtreding in nationale wet- en regelgeving te hebben geïmplementeerd. De bepalingen zullen binnen 18 maanden na inwerkingtreding worden toegepast. Het kabinet is van oordeel dat deze termijn van 12 maanden te kort is. Ter uitvoering moet namelijk nationale wet- en regelgeving worden gewijzigd. Het kabinet zal er daarom tijdens de raadsonderhandelingen voor pleiten dat minimaal een termijn van 18 maanden in overweging zal worden genomen.

De voorgestelde implementatietermijn van de MVR-richtlijn is twee jaar. Het kabinet acht deze termijn haalbaar als de nieuwe regels goed inpasbaar zijn in het Nederlandse stelsel.

*d) Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling*

Op grond van artikel 48 zal de Commissie vijf jaar na inwerkingtreding van de voorgestelde verordening een evaluatie uitvoeren en een evaluatierapport over de implementatie en effecten indienen bij het Europese parlement en de Raad. Het rapport zal onder andere een beoordeling geven van de prospectusregimes en of daarmee sprake is van een juiste balans tussen lastenverlichting en beleggersbescherming. Het kabinet kan zich vinden in deze evaluatiebepaling.

De verordening marktmisbruik bevat reeds een evaluatiebepaling. Deze wordt aangepast in de zin dat vijf jaar na inwerkingtreding van de voorgestelde verordening opnieuw een evaluatie moet volgen, waarbij expliciet aandacht moet zijn voor het functioneren van het CMOBS-mechanisme. Omdat (technische) ontwikkelingen op de financiële markten nooit stilstaan kan het kabinet zich vinden in deze evaluatiebepaling.

Artikel 7 van de MVR-richtlijn stelt voor dat de Commissie na vijf jaar nadat de richtlijn inwerking is getreden een evaluatierapport over de implementatie en effecten zal indienen bij het Europese parlement en de Raad. Lidstaten moeten informatie hierover aanleveren bij de Commissie uiterlijk vier jaar nadat de richtlijn in werking is getreden. Nederland kan zich vinden in een evaluatie over de implementatie van de richtlijn en de effecten ervan.

*e) Constitutionele toets*

Aandachtspunt is de verhouding van de voorgestelde transparantieplichting van artikel 6 van de MVR-richtlijn tot de AVG. Voorgesteld wordt dat ondernemers die aandelen (zullen) verhandelen op de mkb-groeimarkt en die een aandelenstructuur met meervoudig stemrecht hebben ingevoerd, bepaalde informatie openbaar moeten maken in hun prospectus of toelatingsdocument en, afhankelijk van welk document is gekozen, ook in hun jaarverslag. Het gaat onder meer om de

identiteit van degenen die aandelen met meervoudig stemrecht houden of die anderszins significante invloed op de besluitvorming binnen de onderneming kunnen uitoefenen. Als dit natuurlijke personen zijn, dan wordt hun naam openbaar. Voor zover de transparantieplichting meebrengt dat namen van natuurlijke personen openbaar worden gemaakt, betreft dit een inbreuk op hun recht op privacy. Volgens de Commissie is het openbaar maken van hun namen noodzakelijk voor het beschermen van beleggers en marktefficiëntie. Zonder deze informatie, zouden beleggers geen goed geïnformeerd besluit kunnen nemen over hun investering, aldus de Commissie. Het kabinet heeft vragen bij de noodzaak en proportionaliteit – en daarmee in feite de juridische houdbaarheid in het licht van bescherming van persoonsgegevens – van het voorstel om de namen van aandeelhouders met meervoudige stemrechten openbaar te maken, mede gelet op de jurisprudentie bij het Hof van Justitie van de EU over het UBO-register en de verhouding tot artikel 8 van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens (EVRM). Het kabinet zal hierover vragen stellen aan de Commissie.

### **7. Implicaties voor uitvoering en/of handhaving**

Er worden geen problemen met betrekking tot de uitvoerbaarheid en handhaving voorzien. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is in Nederland belast met het toezicht op en handhaving van de met de verordening en richtlijn te wijzigen regels voor prospectussen, marktmisbruik en markten voor financiële instrumenten. De wijzigingen hebben naar verwachting geen groot effect op de wijze waarop de AFM haar taken kan uitvoeren.

### **8. Implicaties voor ontwikkelingslanden**

N.v.t.