Tijdschrift voor

KAPITAALMARKTEN-RECHT

JAARGANG 1 - AUGUSTUS 2025 **1**

prof. mr. K.W.H. Broekhuizen en mr. I. van der Klooster
Redactioneel
A new kid on the block?

prof. mr. J.P. Franx, prof. mr. drs. A.C.W. Pijls en mr. dr. M.W. Wallinga
De doorwerking van EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht

mr. C.E.A. Leopold and Z. Truscott
Navigating the green maze: capital markets and sustainability disclosure amid policy twists

mr. I. van der Klooster en prof. mr. K.W.H. Broekhuizen
De Savings and Investment Union en de kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie

DEN HOLLANDER

Uitgeverij Den Hollander B.V.
Postbus 325, 7400 AH Deventer
e-mail: info@denhollander.info
www.portal.denhollander.info

Hoofdredactie
prof. mr. K.W.H. Broekhuizen (Keijser van der Velden en Erasmus Universiteit Rotterdam)
mr. I. van der Klooster (Stibbe en Erasmus Universiteit Rotterdam)

Redactie
prof. mr. J.P. Franx (Rijksuniversiteit Groningen)
mr. dr. S.B. Garcia Nelen (Greenberg Traurig en Erasmus Universiteit Rotterdam)
mr. M.J. Giltjes BSc (De Brauw Blackstone Westbroek en Erasmus Universiteit Rotterdam)
mr. D.M. van der Houwen (Freshfields)
mr. dr. E.P.M. Joosen (European Banking Institute Frankfurt)
mr. dr. D.G. van Kleef (AFM en Erasmus Universiteit Rotterdam)
mr. T.J. Koppelman (ABN AMRO Bank N.V.)
mr. drs. S.M. Peek (Gerechtshof Den Haag)
mr. T.M. Stevens (A&O Shearman)
mr. dr. T. Vos (Linklaters Brussel en Universiteit Maastricht)
mr. dr. M.W. Wallinga (Universiteit Leiden)
mr. B. Zebregs (APG Asset Management en Radboud Universiteit Nijmegen)

Redactiesecretaris
mr. C.W. van Es (Stibbe)
mr. drs. S. Thijssen (Stibbe)

Redactiesecretariaat
Een auteursinstructie is verkrijgbaar bij het redactiesecretariaat:
chris.vanes@stibbe.com
sterre.thijssen@stibbe.com

Abonnementsprijs
Zie: www.portal.denhollander.info

Nieuw abonnement
Abonnementen kunnen via onze website worden afgesloten en gaan in op een door u gekozen datum. De looptijd bedraagt 12 maanden.
Wanneer de ingangsdatum niet aansluit op een reeds lopend abonnement bij Den Hollander, wordt het nieuwe abonnement gekoppeld aan de looptijd van het bestaande abonnement. In dat geval wordt het tarief voor de resterende periode van het lopende jaar naar rato berekend, op voorwaarde dat het abonnement ook voor het volgende jaar wordt voortgezet.
Op alle abonnementen zijn onze algemene voorwaarden van toepassing.

Adreswijziging
Adreswijzigingen dienen zo snel mogelijk te worden doorgevoerd in uw account via onze website.

Beëindiging abonnement
Opzegging van abonnementen kan uitsluitend via uw account en dient uiterlijk één maand vóór het einde van het lopende abonnementsjaar te gebeuren.
Bij te late opzegging wordt het abonnement automatisch met één jaar verlengd.

© Uitgeverij Den Hollander B.V.
Alle rechten voorbehouden. Behoudens de in de auteurswet opgenomen uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd (waaronder het opslaan in een geautomatiseerd gegevensbestand) of openbaar gemaakt, ongeacht op we voorafgaande schriftelijke toestemr uitgever.



Citeerwijze
TvKMR 2025, nr. 1
ISSN: 3117-5406

Tijdschrift voor

KAPITAALMARKTEN-RECHT

JAARGANG 1 - AUGUSTUS 2025 - NUMMER 1

3 *prof. mr. K.W.H. Broekhuizen en mr. I. van der Klooster*
Redactioneel
A new kid on the block?

5 *prof. mr. J.P. Franx, prof. mr. drs. A.C.W. Pijls en mr. dr. M.W. Wallinga*
De doorwerking van EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht

23 *mr. C.E.A. Leopold and Z. Truscott*
Navigating the green maze: capital markets and sustainability disclosure amid policy twists

32 *mr. I. van der Klooster en prof. mr. K.W.H. Broekhuizen*
De Savings and Investment Union en de kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie

Redactioneel

A new kid on the block?

prof. mr. K.W.H. Broekhuizen en mr. I. van der Klooster

Het financieel recht heeft in de afgelopen decennia onmiskenbaar een hoge vlucht genomen. Het publiekrechtelijke deel – de regulering van overheidswege – is immens uitgedijd. Er zijn ontelbare regels die vrijwel elk segment van de financiële markten in bedwang moeten houden. Het financieel recht is een specialisme geworden dat geen enkele kenner volledig in de vingers kan hebben.

De meest ervaren beoefenaars van het financieel recht zullen zo nu en dan worden getroffen door gevoelens van nostalgie. Zij denken terug aan de tijd dat het financieel recht als geheel een behapbaar rechtsgebied betrof. Het is het tijdperk waarin financieel recht voornamelijk ging over bank- en effectenrecht. Die typering dekt de lading allang niet meer. Het financieel recht omspant veel meer marktpartijen en naast het effectenrecht zijn talloze andere productgerelateerde deelrechtsgebieden ontstaan.

Intussen is het effectenrecht zelf evenzeer flink gegroeid. De materiële regulering is omvangrijker en complexer geworden, maar ook toezicht en handhaving zijn anders georganiseerd. Het effectenrecht is immer in beweging. Het belang van kapitaalmarktfinanciering neemt hand over hand toe. In ons eigen land, maar ook elders in Europa, worden beter functionerende Europese kapitaalmarkten gezien als een noodzaak om onze welvaart, veiligheid en concurrentiepositie te bestendigen.

Met deze ontwikkelingen wordt de toenemende betekenis benadrukt van een rechtsgebied dat waarschijnlijk als de bakermat van het financieel recht kan worden beschouwd. Het effectenrecht wordt steeds vaker kapitaalmarktenrecht genoemd. Wij sluiten ons aan bij die terminologie. Wij menen dat het kapitaalmarktenrecht als discipline binnen het financieel recht ook een specifiek juridisch tijdschrift rechtvaardigt: het Tijdschrift voor Kapitaalmarktenrecht (*TvKMR*). Het Tijdschrift voor Kapitaalmarktenrecht richt zich op de publiekrechtelijke regulering van kapitaalmarkten (financieel toezichtrecht) en op civielrechtelijke onderwerpen met betrekking tot kapitaalmarkten. Het focusgebied valt uiteen in de volgende hoofd- en subcategorieën:

Hoofdcategorie	**Belangrijkste subcategorieën**
Algemeen	● *Savings and Investment Union* ● Economische ratio & doelstellingen toezichtregels ● Regelgeving- en toezichtstructuur ● Transactietypen (zoals aandelenemissies, obligatie-emissies, beursgang, *securitisations*) ● Financiële instrumenten ● Duurzaamheid (ESG) ● Digitalisering
Openbaarmaking informatie	● Prospectus ● Periodieke publicatieverplichtingen ● Openbaarmaking voorwetenschap ● Meldingsverplichtingen van de beursvennootschap, haar aandeelhouders en haar bestuurders en commissarissen

Hoofdcategorie	**Belangrijkste subcategorieën**
Handel & afwikkeling	● Handelsplatformen ● Handelsregels (inclusief transparantieregels en handelsverplichtingen) ● *Short selling* ● Algoritmische handel ● *High Frequency Trading* ● *Clearing & Settlement*
Marktmisbruik	● Handel met voorwetenschap ● Marktmanipulatie
Tussenpersonen & *gatekeepers*	● Beleggingsondernemingen ● Beleggingsanalisten ● *Credit Rating Agencies* ● *ESG Rating Providers* ● *Benchmark Administrators* ● *Proxy Advisers* ● Clearinginstellingen & CCP's ● *Custodians*
Civielrechtelijke aspecten	● Contractuele en vennootschapsrechtelijke aspecten financiële instrumenten ● Administratie & bewaring effecten ● Giraal effectenverkeer ● Aansprakelijkheidsvraagstukken ● Civielrechtelijke gevolgen overtreding toezichtrecht

Wij hopen dat velen in de pen zullen klimmen om het Tijdschrift voor Kapitaalmarktenrecht te voorzien van mooie kopij.

De doorwerking van EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht

prof. mr. J.P. Franx, prof. mr. drs. A.C.W. Pijls en mr. dr. M.W. Wallinga[1]

In dit artikel onderzoeken de auteurs hoe regels uit het EU-kapitaalmarktenrecht doorwerken in het nationale privaatrecht. De auteurs pleiten in dit verband voor het complementariteitsmodel. Binnen dit model wegen civiele rechters Europese gedragsregels weliswaar mee bij de invulling van nationaal privaatrechtelijke normen, maar zijn die privaatrechtelijke normen niet ondergeschikt aan de Europese gedragsregels. Zo blijft op nationaal niveau ruimte bestaan voor maatwerk en effectieve bescherming van beleggers, zonder dat het nationale privaatrecht door het EU-kapitaalmarktenrecht wordt 'gekannibaliseerd'.

1. Inleiding

De verhouding tussen EU-kapitaalmarktenrecht en nationaal privaatrecht staat de laatste jaren volop in de belangstelling. Het begrip van deze verhouding ontwikkelt zich steeds verder in binnen- en buitenlandse rechtsliteratuur en jurisprudentie.[2] De inzet van de discussie is het achterhalen van de (mate van) doorwerking van EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht. Dit valt binnen de bredere discussie over de invloed van het Europese recht op nationaal privaatrechtelijke rechtsmiddelen.[3] Meer concreet kan het daarbij gaan om de manier waarop civiele rechters regels van Europese origine toepassen bij de beoordeling van bijvoorbeeld aansprakelijkheid naar nationaal privaatrecht.

Het is van belang onderscheid te maken tussen aard en doelstelling van enerzijds Unierechtelijke marktregels en anderzijds het nationale privaatrecht. Unierechtelijke marktregels zijn doorgaans van pu-

1. Prof.mr. J.P. Franx is bijzonder hoogleraar effectenrecht aan de Rijksuniversiteit Groningen, prof.mr.drs A.C.W. Pijls is hoogleraar European Financial Law aan de Radboud Universiteit en mr.dr. M.W. Wallinga is universitair hoofddocent Financieel recht aan de Universiteit Leiden. De auteurs bedanken prof.mr. O.O. Cherednychenko, mr.dr. F.P.C. Strijbos en de redactie van dit tijdschrift voor hun waardevolle commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
2. F.P.C. Strijbos, *Aantastbaarheid van rechtshandelingen na schending van het Unierechtelijke financiële recht (Onderneming en Recht nr. 160)*, Deventer: Wolters Kluwer 2025, paragraaf 3.7; J.B.M. Vranken, *Wereld van verschil* (Monografieën Privaatrecht), Deventer; Wolters Kluwer 2025; B.J. Drijber & V. Mak, *Het spanningsveld tussen nationaal en Europees privaatrecht* (Preadviezen voor de Vereniging voor Burgerlijk Recht), Zutphen: Uitgeverij Paris 2024; M.W. Wallinga, 'De transformatie van het financieel privaatrecht in de duurzaamheidstransitie', in: M.W. Wallinga, S.M.C. Nuijten & A.M. Karagianni, *Europeanisering van financieel recht* (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2024), Deventer; Wolters Kluwer 2024; *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 743-750; M.W. Wallinga, 'Verduurzamen van beleggingen: privaatrecht *'fit for purpose'*?', in: W.H. van Boom e.a. (red.), *Vooruitgedenkboek Burgerlijk Wetboek 1992-2022*, Den Haag: Boom Juridisch 2023; D. Busch, 'De complexe verhouding tussen publiek- en privaatrecht in de financiële sector – doorwerking in drievoud', *NTBR* 2023, afl. 5; O.O. Cherednychenko, 'De verhouding tussen EU-marktregulering en nationaal privaatrecht', *RM Themis* 2022, afl. 4; R.M. de Galan & A.C.W. Pijls, 'Het civiel effect van de Taxonomie- en Transparantieverordening', *TvOB* 2022, afl. 1; V.P.G. De Serière, 'Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht: de Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector', *WPNR* 2021/7342; M. Haentjens & L.G.L. Ohnesorge, 'Privaatrecht als regulering: civiele handhaving van de Transparantieverordening', *FR* 2021, afl. 8-9; O.O. Cherednychenko, 'Islands and the Ocean: Three Models of the Relationship between EU Market Regulation and National Private Law', *MLR* 2021, afl. 1; O.O. Cherednychenko, 'Rediscovering the public/private divide in EU private law', *ELJ* 2020, afl. 1-2; O.O. Cherednychenko & M. Andenas (red.), *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, Cheltenham: Edward Elgar 2020; M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020; F. Della Negra, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, Hart Publishing: 2019; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1; J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017; M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014, afl. 8; O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiek recht: over de opmars van het financiële 'toezichtprivaatrecht' en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *RMThemis* 2012, afl. 5.
3. Zie in het algemeen over de invloed van het Europese recht op nationaal privaatrecht: *Asser/Hartkamp 3-I* 2023; C.H. Sieburgh, 'EU Law and Non-Contractual Liability of the Union, Member States and Individuals', in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU Law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014, p. 542; C.H. Sieburgh, 'A Method to Substantively Guide the Involvement of EU Law in Private Law Matters', *ERPL* 2013/5/6; C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011.

bliekrechtelijke aard en hebben als doel het reguleren van de voorwaarden waaronder producten en diensten op de markt worden toegelaten. Met dergelijke regels wordt onder meer beoogd een gelijkwaardiger informatiepositie tussen bedrijf en consument te waarborgen en door middel van *ex ante* normstelling betere en duidelijkere marktomstandigheden te creëren. Privaatrechtelijke regels zoals ontwikkeld door de wetgever en civiele rechters betreffen daarentegen veelal de norm voor aansprakelijkheid tot schadevergoeding (of andere remedies zoals ontbinding of vernietiging). Deze regels worden bij beslechting van individuele geschillen toegepast in het licht van de omstandigheden van het geval.

Publiekrechtelijke marktregels moeten, om effectief te zijn, zo duidelijk mogelijk geformuleerde en, zo men wil, concrete en meetbare maatstaven opleggen aan degenen die aan de desbetreffende markt (willen) deelnemen. Deze maatstaven worden (grotendeels) *ex ante* (oftewel: vooraf) vastgesteld door de bevoegde wet- en regelgever. Wanneer daarentegen de civiele rechter een geschil tussen twee marktpartijen voorgelegd krijgt, is het zijn taak om met toepassing van de geldende regels tot een oplossing te komen die recht doet aan de betrokken partijen in de omstandigheden van het concrete geval. Dit gebeurt in beginsel door het op basis van het geldende privaatrecht vereiste gedrag *ex post* (oftewel: achteraf) vast te stellen in een door een (of meer) van de betrokken partijen ingestelde procedure.[4] Daarom heeft de civiele rechter juist behoefte aan rechtsregels die voldoende ruimte bieden voor individualisering en differentiatie. Dit verklaart het gebruik van open normen op diverse belangrijke onderdelen van het privaatrecht. Bij het onderzoeken van de gewenste mate van doorwerking van Unierechtelijke marktregels in het nationale privaatrecht is dit verschil in aard en doelstelling tussen beide normenstelsels een gegeven.

Eerder schreven wij – zowel afzonderlijk als in de vorm van een gelegenheidscoalitie – al over de doorwerking van (onderdelen van) het EU-kapitaalmarktenrecht in het Nederlandse privaatrecht. Ter gelegenheid van de eerste editie van het *Tijdschrift voor Kapitaalmarktenrecht* klimmen wij – in de vorm van een nieuwe gelegenheidscoalitie – opnieuw in de pen en kiezen wij gezamenlijk positie ten aanzien van de gewenste mate van doorwerking. Deze stellingname vormt een verdere ontwikkeling van onze eerdere gedachten. Daartoe zullen wij in paragraaf 2 eerst de twee concurrerende modellen waar het in de discussie in de literatuur om draait – bekend geworden als het ondergeschiktheidsmodel en het complementariteitsmodel –[5] beschrijven.

Vervolgens zullen wij in paragraaf 3 een blik werpen buiten de kapitaalmarkt en de financiële sector. Het vraagstuk van de gewenste mate van doorwerking van Unierechtelijke product- en marktregels speelt namelijk evenzeer op de markt van industriële producten en heeft in dat verband de nodige jurisprudentie en literatuur opgeleverd. Aangezien het doorwerkingsvraagstuk zowel het Unierechtelijke marktrecht als het nationale privaatrecht in de volle breedte aangaat, kunnen juristen het zich niet veroorloven om slechts kennis te nemen van de ontwikkelingen binnen de deelmarkt waarbinnen (al dan niet toevallig) hun specialisatie ligt. Het belang van rechtseenheid schrijft een zekere mate van consistentie voor bij de benadering van het doorwerkingsvraagstuk in verschillende deelmarkten, ook omdat de doelen van de EU-wetgever met de product- en marktregels doorgaans hetzelfde zijn, denk aan integratie van de Europese markt en bescherming van de consument (waaronder mede moet worden begrepen de spaarder of belegger als financiële consument). Het vraagstuk vraagt dus naar zijn aard om een brede benadering.[6]

Nadat wij in paragraaf 3 ons blikveld hebben verruimd buiten de grenzen van het kapitaalmarktenrecht, zullen wij in de daarop volgende twee paragrafen inzoomen op twee belangrijke wetgevingsinstrumenten op het terrein van het EU-kapitaalmarktenrecht, te weten de Prospectusverordening[7] (paragraaf 4) en MiFID II[8] (paragraaf 5). Wij zullen onderzoeken of aan (het toepassingsgebied van) deze regelingen bijzondere argumenten voor of tegen beide doorwerkingsmodellen zijn te ontlenen.

In paragraaf 6 belichten wij het doorwerkingsvraagstuk vanuit de invalshoek van het Unierechtelijke effectiviteitsbeginsel, op grond waarvan de nationale (civiele) rechter – via de loyaliteitsplicht van art. 4 lid 3 VEU – wordt verplicht een bijdrage te leveren aan het verwezenlijken van de doelstellingen die met het Unierecht worden nagestreefd. Zijn aan dit beginsel bijzondere argumenten voor een van beide modellen te ontlenen?

4. O.O. Cherednychenko, 'Island and the Ocean: Three Models of the Relationship between EU Market Regulation and National Private Law', *MLR* 2021/6; P.W.J. Verbruggen, *Privaatrechtelijke zorgplichten en Europese maximumharmonisatie, Privaatrecht Actueel*, WPNR 2018/7215, p. 849-850; O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiek recht: over de opmars van het financiële 'toezichtprivaatrecht' en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *RMThemis* 2012/5.
5. M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, hoofdstuk 3.
6. Het verband tussen het financiële recht en het productveiligheidsrecht is al eerder gelegd door Verbruggen (zie noot 3) en door G.M. Veldt, Europese productnormen en privaatrechtelijke normstelling, (diss. Leiden), Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 137-138. Het wordt in deze bijdrage nader uitgewerkt aan de hand van de EU-regulering van het aanbieden van prospectussen (de Prospectusverordening) en beleggingsdienstverlening (MiFID II).
7. 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 gereglementeerde markt worden toegelaten (*PbEU* 2017 L 168/12).
8. Richtlijn 2014/65 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 (*PbEU* 2014 L 173/349).

In paragraaf 7 sluiten wij af met enkele concluderende opmerkingen.

2. EU-kapitaalmarktenrecht en nationaal privaatrecht

2.1. Achtergrond en context

De vraag naar de verhouding tussen EU-kapitaalmarktenrecht en nationaal privaatrecht wordt gecompliceerd door het feit dat de EU-wetgever ervoor heeft gekozen om regels die het gedrag normeren van marktpartijen en dus vergelijkbaar zijn met in het nationale privaatrecht ontwikkelde normen, hoofdzakelijk te onderwerpen aan een systeem van publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving. Denk aan de verplichtingen voor beleggingsondernemingen of uitgevende instellingen tot het verstrekken van bepaalde informatie aan beleggers. Vanuit het perspectief van handhaving hebben deze gedragsregels in de eerste plaats betrekking op de verhouding tussen onder toezicht gestelde deelnemers aan de EU-kapitaalmarkten en de toezichthouder die belast is met de handhaving van de regels.[9] Tegelijkertijd worden in het EU-kapitaalmarktenrecht gedetailleerde verplichtingen opgelegd aan marktpartijen wanneer zij betrokken zijn bij gereguleerde activiteiten. Met de financieel toezichtrechtelijke normen van het EU-kapitaalmarktenrecht wordt dus ook voorgeschreven hoe privaatrechtelijke partijen zich moeten gedragen in hun onderlinge, van oudsher door het verbintenissenrecht beheerste verhouding. Daarmee ontstaan in zekere zin hybride normen. Cherednychenko gebruikt hiervoor de veelzeggende oxymoron '*European supervision private law*',[10] oftewel: 'toezichtprivaatrecht'.[11]

Hiermee wordt de relevantie van deze Europese gedragsregels voor het nationale privaatrecht geïllustreerd. Een belangrijke vraag in de discussie over de verhouding tussen dergelijke regels van het EU-kapitaalmarktenrecht en nationaal privaatrecht is welke rol privaatrechtelijke handhaving kan (en zou moeten) spelen bij de realisering van doelen als beleggersbescherming die de EU-wetgever met deze regels nastreeft. Deze vraag wordt doorgaans niet beantwoord in de desbetreffende EU-wetgeving.[12] Het antwoord blijkt in de regel ook niet uit de (complexe en niet altijd volledig openbaar gemaakte) totstandkomingsgeschiedenis van het op verschillende compromissen gebaseerde EU-kapitaalmarktenrecht. Het Hof van Justitie van de Europese Unie ('HvJ EU'), die uiteindelijk het laatste woord heeft, houdt zich vooralsnog op de vlakte (zie paragraaf 4.1 en 5.1, hierna).

2.2. Twee concurrerende benaderingen: ondergeschiktheid versus complementariteit

In de discussie over de doorwerking van EU-kapitaalmarktenrecht in nationaal privaatrechtelijke rechtsmiddelen lijken twee stromingen tegenover elkaar te staan: een ondergeschiktheidsmodel en een complementariteitsmodel.[13] In het geval van privaatrechtelijke aansprakelijkheid gaat het dan om de invloed van regels van het EU-kapitaalmarktenrecht op de (invulling van) vereisten van aansprakelijkheid naar nationaal recht. Bij deze aansprakelijkheidsvereisten wordt natuurlijk in de eerste plaats gedacht aan de vijf basisvereisten van aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad, te weten onrechtmatigheid, toerekenbaarheid, relativiteit, causaal verband en schade. Maar ook kan hier worden gedacht aan de criteria aan de hand waarvan – naar nationaal recht – wordt bepaald of een vordering tot schadevergoeding al dan niet verjaard is.

In het ondergeschiktheidsmodel worden civiele rechters ertoe verplicht marktpartijen zoals beleggingsondernemingen en uitgevende instellingen op basis van het nationale recht aansprakelijk te houden voor de schade die een financiële consument lijdt bij schending van regels van EU-kapitaalmarktenrecht. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan schending van de verplichting om beleggingsadvies toe te snijden op de omstandigheden en doelstellingen van de klant, of om specifieke informatie die

9. Zie ook hierover: O.O. Cherednychenko, 'Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector', *ERPL* 2015/4; N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford: OUP 2014, p. 121; O.O. Cherednychenko, 'Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?', *ERPL* 2014/1; N. Moloney, 'Liability of asset managers: a comment', *CMLJ* 2012/4, p. 416.
10. O.O. Cherednychenko, 'Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?', *ERPL* 2014/1. Zie ook H.-W. Micklitz, 'The Public and the Private – European Regulatory Private Law and Financial Services', *ERCL* 2014/10.
11. O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiek recht: over de opmars van het financiële 'toezichtprivaatrecht' en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *RMThemis* 2012/5
12. Er zijn overigens voorbeelden van Europese financiële regulering waarin wel wordt voorzien in een (bepaalde vorm van) privaatrechtelijke handhaving. Zo voorziet de *Credit Rating Agencies* verordening (zie art. 35*bis*) in een recht op schadevergoeding dat beleggers direct kunnen inroepen tegen een ratingbureau en zo voorziet de *Markets in Crypto Assets* verordening (MiCAR) (zie art. 15, 26 en 75 lid 8) in een recht op schadevergoeding tegen uitgevers van verschillende soorten crypto's. Overigens is de materieel harmoniserende werking van deze instrumenten op het nationale aansprakelijkheidsrecht (zeer) betrekkelijk.
13. In meer detail over deze modellen in het kader van beleggingsdienstverlening: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, hoofdstuk 3. Zie in het algemeen: O.O. Cherednychenko, 'Islands and the Ocean: Three Models of the Relationship between EU Market Regulation and National Private Law', *MLR* 2021/1; O.O. Cherednychenko, 'Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law', *ELJ* 2015/4, die verschillende modellen onderscheidt ter conceptualisering van de verhouding tussen gedragsnormen van Europese origine en nationaal privaatrechtelijke zorgplichten.

beleggers nodig hebben om een geïnformeerde beslissing te nemen, op te nemen in een prospectus. Volgens dit model hebben civiele rechters in beginsel niet de vrijheid om schadevorderingen af te wijzen als niet is voldaan aan de aansprakelijkheidsvereisten in het nationale privaatrecht. Zo spelen in het nationale privaatrecht ontwikkelde verplichtingen geen rol van betekenis meer bij de vraag of een beleggingsonderneming of uitgevende instelling aansprakelijk kan worden gehouden in gevallen die worden bestreken door het EU-kapitaalmarktenrecht. Het gedrag dat wordt verlangd van private partijen in hun onderlinge verhouding wordt dus volledig bepaald door de toepasselijke regels van het EU-kapitaalmarktenrecht. In vergelijkbare zin mogen andere privaatrechtelijke aansprakelijkheidsvereisten, zoals bijvoorbeeld het relativiteitsvereiste of het *condicio sine qua non*-verband ('csqn-verband') tussen de normschending en de geleden schade, de lat voor het aannemen van aansprakelijkheid niet al te hoog leggen.[14] Dergelijke vereisten zijn daarmee ondergeschikt aan het EU-kapitaalmarktenrecht als het aankomt op de privaatrechtelijke handhaving van de daarin opgenomen gedragsregels.

Pleitbezorgers van het ondergeschiktheidsmodel zoeken steun bij het Unierechtelijke effectiviteitsbeginsel als grondslag voor de verplichting van civiele rechters om bij schending van regels van EU-kapitaalmarktenrecht voor beleggers te voorzien in privaatrechtelijke remedies.[15] Het ondergeschiktheidsmodel lijkt daarmee te zijn gestoeld op dezelfde redenering als waarop HvJ EU de noodzaak van privaatrechtelijke handhaving van het mededingingsrecht heeft gebaseerd in achtereenvolgens zijn arresten *Courage/Crehan* en *Manfredi*.[16]

In het complementariteitsmodel wordt in beginsel uitgegaan van de autonomie van nationaal privaatrechtelijke normen ten opzichte van het EU-kapitaalmarktenrecht.[17] Dit betekent onder meer dat civiele rechters een vordering tot schadevergoeding mogen *toewijzen* ook als geen sprake is van schending van enige regel van EU-kapitaalmarktenrecht, of een vordering tot schadevergoeding mogen *afwijzen* omdat de belegger er volgens de regels van het nationale procesrecht bijvoorbeeld niet in slaagt het vereiste csqn-verband aan te tonen. Dit uitgangspunt steunt onder meer op de gedachte dat het enkele feit dat activiteiten als beleggingsdienstverlening of het aanbieden van effecten door het EU-kapitaalmarktenrecht worden gereguleerd, niet betekent dat ook meteen alle aspecten van privaatrechtelijke handhaving worden geharmoniseerd.[18] Tegelijkertijd wordt in het complementariteitsmodel de behoefte erkend om civiele rechters rekening te laten houden met de toepasselijke regels van het EU-kapitaalmarktenrecht (en de daaraan ten grondslag liggende doelstelling van beleggersbescherming) bij de beoordeling of aan de relevante vereisten voor de toepassing van rechtsmiddelen, zoals schadevergoeding, ontbinding en vernietiging, is voldaan.

Een eerste verklaring c.q. rechtvaardiging voor het bestaan van het complementariteitsmodel is dat handhaving van het EU-recht afhankelijk is van de medewerking van nationale rechters in hun hoedanigheid van Unierechter.[19] Als op EU-niveau een bepaald doel wordt gesteld, zoals bescherming van beleggers, kan van civiele rechters worden verwacht dat zij zich zo veel mogelijk inspannen om dat doel te bereiken.[20] Een tweede verklaring is dat rechters te veel discrepantie tussen nationaal privaatrecht en financieel toezichtrecht willen voorkomen, gelet op hun verantwoordelijkheid de eenheid en werkbaarheid van het nationale rechtssysteem te waarborgen.[21] Dit geldt in het bijzonder voor hoogste

14. D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *FR* 2019/11; D. Busch, 'De invloed van het Europese toezichtrecht op het Nederlands privaatrecht', *WPNR* 2018/7175.
15. D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *FR* 2019/11; D. Busch, 'De invloed van het Europese toezichtrecht op het Nederlands privaatrecht', *WPNR* 2018/7175. Zie in meer algemene zin: S. Grundmann, 'Das grundlegend reformierte Wertpapierhandelsgesetz – Umsetzung von MiFID II (Conduct of Business im Kundenverhältnis)', *ZBB* 2018/1.
16. HvJ EG 20 september 2001, C-453/99 (*Courage/Crehan*); HvJ EG 13 juli 2006, C-298/04 (*Manfredi*). Het HvJ overwoog dat privaatrechtelijke aansprakelijkheid noodzakelijk was om de volle werking van het EU-mededingingsrecht en, in het bijzonder, het nuttig effect van de daarin opgenomen gedragsnormen te garanderen. Hoewel deze benadering is ontwikkeld op het gebied van het mededingingsrecht, wordt zij ook daarbuiten toegepast in HvJEG 17 september 2002, C-253/00 (*Muñoz*). Zie over de vergelijking ook: D. Poelzig, 'Private enforcement im deutschen und europäischen Kapitalmarktrecht', *ZGR* 2015/6, p. 811 e.v.
17. Zie over de voor- en nadelen van dit model de analyse van V.P.G. De Serière, 'Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht: de Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector', *WPNR* 2021/7342, paragraaf 6.
18. Dit argument raakt aan de discussie over het toepassingsbereik (harmonisatiereikwijdte) van EU-wetgeving. Zie hierover in meer detail en inclusief verdere verwijzingen: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, paragraaf 3.3.2; M.W. Wallinga, 'Why MiFID & MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Invesment Losses for Breach of Conduct of Business Rules, paragraaf 2.2. Zie in meer algemene zin: R. Schütze, *European Constitutional Law*, Cambridge: CUP 2018, p. 570.
19. R. Schütze, *European Constitutional Law*, Cambridge: CUP 2018, p. 351; C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011, p. 228; T. Nowak e.a., *National Judges as European Union Judges*, Den Haag: Eleven International Publishing 2011; S. Prechal, 'National Courts in EU Judicial Structures', *YEL* 2006/1.
20. Vergelijk art. 4 lid 3 TEU. Zie ook over de ondersteunende rol van privaatrechtelijke rechtsmiddelen bij het waarborgen van de effectiviteit van het Unierecht: C.H. Sieburgh, 'A Method to Substantively Guide the Involvement of EU Law in Private Law Matters', *ERPL* 2013, afl. 5/6, p. 1186; C.H. Sieburgh, 'Principles in Private Law: From Luxury to Necessity – Multi-layered Legal Systems and the Generative Force of Principles', *ERPL* 2012, afl. 2, p. 300 en 301.
21. In vergelijkbare zin: C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van

rechtscolleges zoals de Hoge Raad. Een derde verklaring is dat civiele rechters bij de beslechting van individuele geschillen gebruikmaken van het toegespitste en specialistische normenkader dat is neergelegd in richtlijnen en verordeningen en van *soft law* waarin Europese toezichthouders, zoals ESMA, de in die richtlijnen en verordeningen opgenomen normen verder uitwerken.[22] Wat het EU-kapitaalmarktenrecht betreft, wordt het complementariteitsmodel niet alleen door Nederlandse, maar ook door Engelse en Duitse, rechters in meer of mindere mate omarmd.[23]

Aangezien in beide modellen civiele rechters rekening houden met het EU-kapitaalmarktenrecht bij bijvoorbeeld het vaststellen van de vereiste mate van zorg of het al dan niet verlichten van de bewijslast van de belegger bij het bewijs van causaal verband, kunnen beleggers in beide modellen in staat worden gesteld mogelijke obstakels in het nationale recht te overwinnen op weg naar remedies als schadevergoeding, ontbinding of vernietiging. Het grote verschil tussen beide modellen is de *mate en wijze* van doorwerking. In het ondergeschiktheidsmodel zijn civiele rechters verplicht het EU-kapitaalmarktenrecht toe te passen en daarbij, zo nodig, voorbij te gaan aan de invulling en toepassing van privaatrechtelijke aansprakelijkheidsvereisten volgens het nationale recht. In het complementariteitsmodel 'faciliteren' privaatrechtelijke aansprakelijkheidsvereisten de doorwerking van het EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht.[24] Volgens dit model kunnen (en misschien wel moeten) civiele rechters op zoek gaan naar de beste manier om het EU-kapitaalmarktenrecht en de daaraan ten grondslag liggende doelstellingen in te passen in het systeem van het nationale privaatrecht. Daarbij houden civiele rechters de vrijheid af te wijken van het EU-kapitaalmarktenrecht en privaatrechtelijke vereisten zo toe te passen dat recht wordt gedaan aan de specifieke omstandigheden van het geval.

Na deze verkenning van het doorwerkingsvraagstuk in het EU-kapitaalmarktenrecht is het tijd om de horizon te verbreden. Dit vraagstuk speelt namelijk over de gehele breedte van het Unierecht. Een blik 'over de muur' van het kapitaalmarktenrecht naar het productveiligheidsrecht levert waardevolle inzichten op.

3. Horizonverbreding: doorwerking in het productveiligheidsrecht[25]

3.1. Karakterisering van het productveiligheidsrecht

In het productveiligheidsrecht gaat het om normen aan de hand waarvan wordt bepaald of producten veilig genoeg zijn om in de handel te brengen of op de markt te blijven. Deze normen worden aangeduid als productnormen, waarvan de meeste op EU-niveau zijn geharmoniseerd. Het productveiligheidsrecht is sinds de oprichting van de EEG in 1958 een van de belangrijkste speerpunten voor harmonisatie geweest bij het tot stand brengen van de interne markt.[26] Het loopt daardoor 'voor' op het Europese kapitaalmarktenrecht, dat pas later van de grond is gekomen.[27]

Het EU-productveiligheidsrecht en kapitaalmarktenrecht vertonen meerdere gelijkenissen. Evenals (onderdelen van) het kapitaalmarktenrecht heeft het productveiligheidsrecht een gelaagde normenstructuur, waarbij normen met een meer open karakter worden opgenomen in Europese richtlijnen en verordeningen, die voor hun praktische bruikbaarheid nadere concretisering behoeven.[28] Het EU-productveiligheidsrecht bevat voornamelijk ge- en verboden, wordt in de lidstaten primair gehandhaafd via het bestuurs- en strafrecht en wordt daarom in de literatuur gezien als een rechtsgebied met een meer verticaal of publiekrechtelijk karakter.[29] De ver-

nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011, p. 232; M.H. Wissink, 'De invloed van Europese richtlijnen op het Nederlandse privaatrecht', *NTBR* 1999/1, p. 6.

22. Over dit laatste: M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40.
23. Zie in meer detail: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, hoofdstuk 5 en 6; M.W. Wallinga, 'Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming', *SEW* 2020/1.
24. Vergelijk wat Hartkamp aanduidt met de term 'indirecte horizontale werking': *Asser/Hartkamp 3-I* 2023/18 en 42; C.H. Sieburgh, 'EU Law and Non-Contractual Liability of the Union, Member States and Individuals', in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU Law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014, p. 469.
25. Voor deze paragraaf is dankbaar gebruik gemaakt van G.M. Veldt, *Europese productnormen en privaatrechtelijke normstelling* (diss. Leiden), Deventer: Wolters Kluwer 2020 ('Veldt, diss.')
26. Veldt, diss. p. 1 en 3.
27. Wellicht kan als eerste voorzichtig begin van het Europese kapitaalmarktenrecht worden gezien Richtlijn 79/279/EEG tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (*PbEG* 1979, L 66). In de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw volgden enkele generaties richtlijnen die veelal uitgingen van minimumharmonisatie. Pas vanaf 1999 werd met het Financieel Actieplan van de Europese Commissie (COM (1999) 232) een verschuiving naar maximumharmonisatie en een werkelijk geïntegreerde Europese financiële markt in gang gezet. Zie voor de historische ontwikkeling van het Europese kapitaalmarktenrecht C.M. Grundmann- van de Krol/I. van der Klooster, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Deel I*, Den Haag: Boom Juridisch 2019, hoofdstuk 2.
28. Veldt, diss. p. 1-2 met enkele voorbeelden. Wat het kapitaalmarktenrecht betreft, zou gedacht kunnen worden aan de algemene norm van art. 6 Prospectusverordening (EU) 2017/1129, waarin wordt voorgeschreven dat het prospectus de noodzakelijke informatie bevat die voor de belegger van materieel belang is om een geïnformeerde beleggingsbeslissing te nemen. Deze norm wordt op grond van art. 13 Prospectusverordening aangevuld met concrete inhoudsvereisten die zijn vastgelegd in gedelegeerde wet- en regelgeving.
29. Veldt, diss. p. 2.

plichtingen van marktdeelnemers worden veelal gekarakteriseerd als gedragsnormen.[30] Consumentenbescherming is een van de belangrijkste doelstellingen van het productveiligheidsrecht, zo blijkt uit de considerans van de verschillende Europese instrumenten.[31] Het voorgaande geldt in grote lijnen eveneens voor het EU-kapitaalmarktenrecht.[32] Tenslotte speelt ook in het productveiligheidsrecht de vraag in hoeverre dwingende Europese normen zouden moeten doorwerken in het nationale privaatrecht van de lidstaten.

3.2. Belang van rechtseenheid; interne rechtsvergelijking

Een blik over de muur van het EU-kapitaalmarktenrecht naar het productveiligheidsrecht kan in feite worden gezien als het bedrijven van interne rechtsvergelijking: het verschijnsel dat de jurist '*over de grenzen van zijn vakgebied heenkijkt en (...) aansluiting zoekt bij andere deelterreinen van het recht*', aldus Vranken.[33] Vranken ziet onder meer door de toegenomen specialisatie een groeiende behoefte aan interne rechtsvergelijking als middel tot het bewaken van de eenheid van recht en rechtspraak als geheel. Hij spreekt zelfs van 'een eis van behoren':[34]

> *'Zo opgevat is [de interne rechtsvergelijking] geen illusie, maar een eis van behoren. Vergelijkbare posities dienen door alle rechters, ongeacht hun rechtsgebied, vergelijkbaar te worden beoordeeld. Verschillen zijn alleen te rechtvaardigen indien en voorzover zij steunen op zakelijke argumenten.' (toevoeging auteurs)*

Dit verklaart onze opmerking in de inleiding dat juristen het zich niet kunnen veroorloven om bij de bestudering van de doorwerkingsproblematiek slechts kennis te nemen van de ontwikkelingen binnen hun eigen gespecialiseerde deelmarkt. Juristen zijn de bewakers van rechtseenheid, van de consistentie van het systeem als geheel. Gelet op de hierboven beschreven, sterke gelijkenissen tussen beide rechtsgebieden en het belang van het doorwerkingsvraagstuk voor beide rechtsgebieden, kan het niet zo zijn dat de civiele rechter zonder goede argumenten de doorwerking van dwingende Europese productnormen substantieel anders benadert dan de doorwerking van dwingende normen van het EU-kapitaalmarktenrecht. Dat is onwenselijk. De doorwerkingsproblematiek betreft namelijk het nationale privaatrecht in de volle breedte.

3.3. Bepalen van het harmonisatiebereik van een richtlijn of verordening

De typische situatie waarin het doorwerkingsvraagstuk rijst, is die waarin (1) door middel van een Europese richtlijn of verordening dwingende product- of marktregels met een 'verticaal' karakter worden opgelegd, (2) welke richtlijn of verordening niet of slechts ten dele voorziet in een regeling voor civielrechtelijke aansprakelijkheid bij schending van die regels door marktdeelnemers, terwijl (3) met de desbetreffende regels wel wordt beoogd de belangen van eindgebruikers, consumenten en/of beleggers te beschermen. Wat leert het productveiligheidsrecht ons over de manier waarop de nationale civiele rechter te werk dient te gaan wanneer een consument of eindgebruiker zich in een dergelijke situatie tot hem wendt met een vordering tot (bijvoorbeeld) schadevergoeding wegens schending van de Europese norm?

In dit verband is het arrest van het HvJ EU in *James Elliott* van belang.[35] De Ierse aannemer James Elliott Construction Ltd. kocht bouwmaterialen van Irish Asphalt waarop contractueel een van de *maximaal* geharmoniseerde productnormen onder de Richtlijn Bouwproducten van toepassing was verklaard.[36] Aan het HvJ EU werd onder meer de vraag voorgelegd of met de door deze richtlijn geharmoniseerde Europese productnorm het conformiteitsvereiste (in het bijzonder het bewijs van conformiteit) onder het Ierse nationale kooprecht wordt bepaald. Het antwoord van het HvJ EU luidt zonder voorbehoud dat dit *niet* het geval is. De weg waarlangs het HvJ EU tot deze conclusie komt, blijkt uit de volgende rechtsoverwegingen:

> *'50. Niettemin zij eraan herinnerd dat richtlijn 89/106, zoals uit de vierde overweging ervan blijkt, tot doel heeft de handelsbelemmeringen uit de weg te ruimen door voorwaarden te scheppen waaronder bouwproducten vrij kunnen worden verhandeld binnen de Unie (...).*
>
> *51. Hieruit volgt dat richtlijn 89/106, waarvan het voorwerp beperkt is tot de opheffing van handelsbelemmeringen, niet de harmonisatie beoogt van de voorwaarden en de voorschriften voor het concrete gebruik van bouwproducten bij hun opneming in gebouwen en kunstwerken, maar wel de harmonisatie van de bepalingen inzake de toegang van deze producten tot de markt.*
>
> *(...)*
>
> *57. Hieruit volgt dat dit vermoeden van con-*

30. Veldt, diss. p. 20.
31. Veldt, diss. p. 130.
32. Wat de consumentenbescherming betreft, gaat het in het kapitaalmarktenrecht voor een belangrijk deel om bescherming van de particuliere belegger als financiële consument.
33. Asser/Vranken Algemeen deel** 1995/191.
34. Asser/Vranken Algemeen deel** 1995/191.
35. HvJ EU 27 oktober 2016, C-613/14, ECLI:EU:C:2016:821 (*James Elliott Construction/Irish Asphalt*). Het arrest wordt uitvoerig geanalyseerd door Veldt, diss. p. 124-129.
36. Richtlijn 89/106/EEG betreffende de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der Lid-Staten inzake voor de bouw bestemde produkten (*PbEG* 1989, L 40).

> *formiteit [te weten het vermoeden van art. 4 lid 2 van de richtlijn] uitsluitend tot doel heeft om ervoor te zorgen dat een bouwproduct dat aan de voorwaarden van een geharmoniseerde norm voldoet, vrij kan worden vervoerd binnen de Unie.*
>
> *58. Om dezelfde redenen als die welke in punt 51 hierboven reeds zijn aangehaald, mag richtlijn 89/106 dan ook niet aldus worden uitgelegd dat zij de – eventueel impliciete – nationale regels die van toepassing zijn op de overeenkomsten voor de verkoop van bouwproducten, harmoniseert.*
>
> *59. Bijgevolg geldt het vermoeden van geschiktheid voor gebruik dat is geformuleerd in art. 4, lid 2, van richtlijn 89/106, gelezen in het licht van de twaalfde overweging van deze richtlijn, niet wanneer in het kader van een contractueel geschil moet worden beoordeeld of een van de partijen bij de overeenkomst een nationaal vereiste van contractuele aard heeft nageleefd.' (toevoeging auteurs)*

Hieruit kan de volgende werkwijze worden gedistilleerd. Als eerste stelt het HvJ EU het doel van de richtlijn vast aan de hand van de considerans. Daarbij valt op dat de nadruk wordt gelegd op het wegnemen van handelsbelemmeringen.[37] Vervolgens neemt het HvJ EU een belangrijke denkstap: aan de hand van het vastgestelde doel wordt het harmonisatiebereik afgebakend. Met het harmonisatiebereik wordt het gebied bepaald c.q. afgebakend dat door de richtlijn wordt beheerst.[38] Voor de aspecten die daarbuiten vallen, zijn lidstaten vanuit Unierechtelijk perspectief in principe vrij om het desbetreffende onderwerp binnen het nationale recht vorm te geven.[39]

In dit geval betekent dit dat bepalingen over markttoegang wèl onder het harmonisatiebereik vallen, maar voorschriften over het 'concrete gebruik' van bouwproducten niet.[40] Tenslotte komt het HvJ EU tot de conclusie dat met het in de richtlijn opgenomen vermoeden van geschiktheid voor gebruik van producten die aan de geharmoniseerde norm voldoen en het EG-merkteken dragen, *niet* het geschiktheids- of conformiteitsvereiste naar nationaal kooprecht wordt ingevuld. Een richtlijnbepaling die tekstueel als een panklare civielrechtelijke (bewijs)regeling kan worden gelezen, wordt desalniettemin door het HvJ EU als niet bepalend voor het nationale privaatrecht gekwalificeerd. Het HvJ EU baseert dit op het feit dat het doel van de richtlijn louter gericht is op harmonisatie van bepalingen van markttoegang en verhandelbaarheid.[41]

James Elliott leert ons een belangrijke les voor de benadering van het doorwerkingsvraagstuk: een bepalende eerste stap is gelegen in het vaststellen van het doel van de desbetreffende richtlijn of verordening.[42] Wanneer het harmonisatiebereik niet ondubbelzinnig uit de richtlijnbepalingen zelf volgt, is het doel van de richtlijn in hoge mate bepalend voor het toepassingsbereik. Dit kan zelfs tot gevolg hebben dat bepalingen die tekstueel als een civielrechtelijke regeling lezen, toch niet direct bepalend zijn voor de inhoud van het nationale privaatrecht. Het feit dat de EU-wetgever met de Europese norm in kwestie maximumharmonisatie nastreeft, maakt het voorgaande niet anders. De mate van harmonisatie is slechts relevant voor het terrein dat door het harmonisatiebereik wordt bestreken.[43]

4. Doorwerking van bepalingen van de prospectusverordening

4.1. Civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht valt buiten het harmonisatiebereik van de Prospectusverordening

Over de mogelijke doorwerking van bepalingen van de Prospectusverordening in het Nederlandse privaatrecht is eerder geschreven.[44] In deze bijdrage wordt het doorwerkingsvraagstuk benaderd volgens

37. Zie *James Elliott Construction/Irish Asphalt*, r.o. 50. Uit considerans (2) van de richtlijn volgt dat met deze richtlijn ook andere doelen van algemeen belang worden nagestreefd zoals veiligheid, gezondheid, duurzaamheid, energiebesparing en milieubescherming.
38. R. Schütze, *European Union Law*, Cambridge: OUP 2021, p. 178-179.
39. Het belang van de harmonisatiereikwijdte wordt ook in het kader van het EU-kapitaalmarktenrecht inmiddels erkend, zie onder meer: D. Busch, 'Handelen voor eigen rekening en beleggingsdienstverlening volgens MiFID I & II', *AA* 2018, afl. 6, p. 392; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1; M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40.
40. Zie *James Elliott Construction/Irish Asphalt*, r.o. 51.
41. Zie *James Elliott Construction/Irish Asphalt*, r.o. 57-59.
42. Deze stap wordt door protagonisten van het ondergeschiktheidsmodel nogal eens overgeslagen.
43. Zoals wij al opmerkten, zijn de productnormen onder de Richtlijn Bouwproducten maximaal geharmoniseerd. Het is bij het stellen van de doorwerkingsvraag van belang om de *omvang* van de harmonisatie (harmonisatiebereik) te onderscheiden van het *niveau* van harmonisatie (minimaal dan wel maximaal). De vraag van het harmonisatieniveau speelt slechts *binnen* het harmonisatiebereik. Zie in vergelijkbare zin *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 745 e.v.; V.P.G. De Serière, 'Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht: de Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector', *WPNR* 2021/7342, paragraaf 6.3.; M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, paragraaf 3.3.2; M.W. Wallinga, 'Why MiFID & MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Invesment Losses for Breach of Conduct of Business Rules', *ERPL* 2019, afl. 3, paragraaf. 2.2.
44. Zie onder meer *Asser/De Serière 2-IV* 2023, paragraaf. 7.9 e.v.; A.C.W. Pijls, *Misleidende beursberichten (IVOR nr. 124)* 2022, paragraaf 5.4.5; D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *FR* 2019/11; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1, paragraaf 5; J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad*

de methode van het HvJ EU in de hierboven besproken uitspraak in *James Elliott*. Zoals gezegd wordt begonnen met het afbakenen van het harmonisatiebereik aan de hand van het doel van de verordening. In dat kader zijn de volgende overwegingen uit de considerans van de Prospectusverordening relevant:

> *'(3) Het is uiterst belangrijk dat bij aanbiedingen van effecten aan het publiek of een toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt informatie wordt openbaar gemaakt met het oog op de bescherming van de beleggers, doordat informatieasymmetrieën tussen hen en de uitgevende instellingen worden weggenomen. Door deze openbaarmaking te harmoniseren kan een mechanisme voor een grensoverschrijdend paspoort worden ingesteld dat de efficiënte werking van de interne markt bevordert voor een breed gamma van effecten.*
>
> *(...)*
>
> *(5) (...) Aangezien het rechtskader voor prospectusregelingen maatregelen moet inhouden die precieze voorschriften bevatten voor alle verschillende aspecten die eigen zijn aan prospectussen, kunnen zelfs kleine verschillen in de manier waarop een van deze aspecten wordt behandeld, tot aanzienlijke belemmeringen leiden die grensoverschrijdende aanbiedingen van effecten, meerdere noteringen op gereglementeerde markten en unilaterale regels ter bescherming van de consument in de weg staan. (...).'*

Deze onderdelen van de considerans onthullen een tweetal hoofddoelstellingen van verschillende aard, te weten beleggersbescherming en efficiënte marktwerking. De laatstgenoemde doelstelling omvat mede de grensoverschrijdende verhandeling en markttoegang van effecten. Aanbieding aan het publiek en toelating tot de handel op een gereglementeerde markt zijn namelijk de twee toegangswegen tot de kapitaalmarkt en impliceren dus markttoegang, waarvoor in de gehele Unie dezelfde criteria dienen te gelden.

Aangezien civielrechtelijke aansprakelijkheid voor een misleidend prospectus als sluitstuk van goede beleggersbescherming kan worden gezien, kan de vraag worden gesteld of met een verordening die (mede) als doelstelling heeft de bescherming van beleggers, alleen al om de reden van beleggersbescherming ook het aansprakelijkheidsrecht wordt geharmoniseerd. De voornaamste les van *James Elliott* is immers dat het harmonisatiebereik in hoge mate wordt bepaald door het doel van de verordening. De EU-wetgever geeft in overweging (7) van de considerans van de Prospectusverordening zelf ondubbelzinnig antwoord op deze vraag:

> *'(7) De onderhavige verordening heeft tot doel de bescherming van de belegger en de efficiëntie van de markt te verzekeren, alsook de interne markt voor kapitaal te versterken. Het verstrekken van de informatie die beleggers (...) nodig hebben om een beleggingsbeslissing met kennis van zaken te kunnen nemen, zorgt ervoor, samen met gedragsregels voor ondernemingen, dat beleggers beschermd worden. (...)'*

De door de Prospectusverordening aan beleggers geboden bescherming bestaat erin dat zij over de informatie beschikken die nodig is om een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Dit is waar de EU-wetgever met de verordening op inzet en waar een duidelijke streep wordt getrokken waar het gaat om het beschermen van beleggers. De geboden bescherming werkt slechts *ex ante*, vóór het nemen van de beleggingsbeslissing. Uiteraard wordt hiermee nog geen bescherming geboden tegen mogelijke schade die beleggers *ex post* lijden wanneer zij een beleggingsbeslissing nemen die achteraf gebaseerd blijkt te zijn op onjuiste of onvolledige informatie. Maar dat verandert niets aan de (beperkte) doelstelling zoals deze uit de considerans van de verordening naar voren komt. (Rechts)bescherming tegen dergelijke schade laat de EU-wetgever uitdrukkelijk over aan de lidstaten. Zo is in art. 11 lid 2 bepaald:

> *'De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. (...)'*

Gelezen in samenhang met de hierboven geciteerde considerans (7) kan art. 11 lid 2 niet anders worden gelezen dan dat prospectusaansprakelijkheid in beginsel buiten het harmonisatiebereik van de Prospectusverordening valt. Deze lijn lijkt ook te worden bevestigd door het HvJ EU in achtereenvolgens zijn arresten *Alfred Hirmann/Immofinanz AG*[45] en *Bankia SA/UMAS*.[46] Het feit dat de Prospectusverordening op andere onderdelen gericht is op maximumharmonisatie, verandert niets aan de zojuist getrokken conclusie over het harmonisatiebereik. De discussie over het *niveau* van de harmonisatie (minimaal dan wel maximaal) is, zoals wij al opmerkten (zie paragraaf 3.3), namelijk slechts relevant binnen de grenzen van het harmonisatie*bereik*.

Verder is relevant dat de Duitse regering bij het onderhandelen over Prospectusrichtlijn 2003/71 – de voorloper van de huidige Prospectusverordening – erop heeft aangedrongen ook het prospectusaansprakelijkheidsrecht te harmoniseren. Een meerderheid van de lidstaten wilde hier echter niet in

en contract (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, hoofdstuk 4 en 5.

45. HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (*Alfred Hirmann/Immofinanz AG*).
46. HvJ EU 3 juni 2021, ECLI:EU:C:2021:433, Ondernemingsrecht 2021/130, m.nt. C.W.M. Lieverse (*Bankia SA/UMAS*).

meegaan.[47] Met de overgang van de Prospectusrichtlijn naar de Prospectusverordening is wat (het niet harmoniseren van) de aansprakelijkheid betreft niets gewijzigd, dus ook de totstandkomingsgeschiedenis van de Prospectusverordening laat zien dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht buiten het harmonisatiebereik valt.

Aan het voorgaande kan nog worden toegevoegd dat de Prospectusverordening een nogal sterke *toezicht*rechtelijke focus heeft. Deze toezichtrechtelijke focus blijkt onder meer uit hoofdstuk IV ('Regels voor de goedkeuring en publicatie van het prospectus'), hoofdstuk VII ('ESMA en bevoegde autoriteiten') en hoofdstuk VIII ('Bestuursrechtelijke sancties en andere bestuursrechtelijke maatregelen') van de Prospectusverordening. In deze hoofdstukken zijn allerlei regels opgenomen voor de goedkeuring van het prospectus door de toezichthouder en de bevoegdheden waarover deze toezichthouder moet beschikken.[48] Deze toezichtrechtelijke focus blijkt ook uit art. 38 lid 1 van de Prospectusverordening, waarin is bepaald dat '(...) de lidstaten er in overeenstemming met de nationale wetgeving zorg voor [dragen] dat de bevoegde autoriteiten de bevoegdheid hebben om *bestuursrechtelijke sancties op te leggen en andere passende bestuursrechtelijke maatregelen te treffen die doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn*' (toevoeging en curs. auteurs). Gegeven deze toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening doet het Unierechtelijke effectiviteitsbeginsel (waarover meer in paragraaf 6) zich volgens ons met name gevoelen bij het antwoord op de vraag of de prospectusregels *bestuursrechtelijk gezien* adequaat en effectief worden gehandhaafd, en of de maatregelen en sancties die in dat verband worden opgelegd doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.[49] Wij wijzen in dit verband ook op overweging 87 van de considerans van de Prospectusverordening, waarin is bepaald dat overeenkomstig het in art. 5 lid 4 VWEU neergelegde evenredigheidsbeginsel 'deze verordening niet verder [gaat] dan nodig is om [de] doelstellingen [van de Prospectusverordening] te verwezenlijken' (toevoegingen auteurs).

Ook uit de zojuist genoemde toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening – in samenhang gelezen met overweging 87 van de considerans – volgt onzes inziens dus dat de EU-wetgever met deze verordening – afgezien van de 'compromis-achtige' bepaling van art. 11 lid 2 – *niet* heeft willen ingrijpen in het prospectusaansprakelijkheidsrecht van de lidstaten.

4.2. Desondanks is sprake van een mate van doorwerking in het nationale privaatrecht

Betekent het bovenstaande nu dat bepalingen van de Prospectusverordening in het geheel niet doorwerken in het Nederlandse civiele (aansprakelijkheids-)recht omdat dit buiten het harmonisatiebereik valt? Het antwoord luidt ontkennend. Zowel de Nederlandse wetgever als de rechter heeft een bepaalde mate van doorwerking op specifieke punten aanvaard. Het betreft in die gevallen echter geen doorwerking waarbij – conform het ondergeschiktheidsmodel – sprake is van volledige opvulling van de privaatrechtelijke norm door de geharmoniseerde Europese marktregel. In het kader van deze bijdrage beperken wij ons tot twee voorbeelden die de inhoud van het prospectus betreffen.

Voor zover het de bescherming van *particuliere* beleggers betreft (in de terminologie van de regeling oneerlijke handelspraktijken gaat het dan om 'consumenten'),[50] vindt doorwerking van de Prospectusverordening in het privaatrecht onder meer plaats aan de hand van art. 6:193f, aanhef en onder g, BW. In deze bepaling wordt de informatie die het prospectus op grond van art. 6 Prospectusverordening moet bevatten als 'essentieel' aangemerkt in de zin van art. 6:193d lid 2 BW. Het ontbreken van essentiële informatie in het prospectus kan uit hoofde van art. 6:193b-d BW aansprakelijkheid wegens misleiding tot gevolg hebben. Via de band van (onder meer) art. 6:193b-d BW werkt art. 6 Prospectusverordening dus door in het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht.[51]

De vraag rijst in hoeverre met deze doorwerking het aansprakelijkheidsrecht daadwerkelijk wordt beïn-

47. Zie hierover ook *Asser/Kramer & Verhagen 10-III* 2022/1029 met verwijzing naar Council Documents 9505/02 en 9884/02. Een recente ontwikkeling is, dat in art. 48 lid 2*bis* van de EU Listing Act (Verordening (EU) 2024/2809 tot wijziging van onder meer de Prospectusverordening en de Verordening Marktmisbruik (*PbEU* 2024 L 1/64)) de Europese Commissie wordt opgedragen uiterlijk op 31 december 2025 te rapporteren over de vraag of verdere harmonisatie van prospectusaansprakelijkheid in de Unie dient plaats te vinden en, indien relevant, wijzigingen in de aansprakelijkheidsbepalingen van art. 11 Prospectusverordening voor te stellen. Op 12 juni 2025 heeft ESMA advies uitgebracht aan de Europese Commissie over het al dan niet (verder) harmoniseren van prospectusaansprakelijkheid, zie ESMA, *Final Report. Technical advice concerning civil prospectus liability*, 12 June 2025. Dat advies komt er in essentie op neer voorlopig geen wijzigingen aan te brengen in art. 11 Prospectusverordening. Als de Europese Commissie dit advies overneemt, zal het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid dus niet (verder) worden geharmoniseerd.
48. Zie in verband met de toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening ook overweging 71-76 en 87 van de considerans van de Prospectusverordening.
49. Voor een vergelijkbare redenering in het kader van de (handhaving van de) *oude* richtlijn Marktmisbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) – zie in dit verband met name art. 14 lid 1 van deze richtlijn waarin expliciet wordt gerefereerd aan '*administratieve* maatregelen of sancties' (curs. auteurs) – wijzen wij op V.D. Tountopoulos, 'Market Abuse and Private Enforcement', *European Company and Financial Law Review* 2014, afl. 3, p. 302-304.
50. Zie de definitie van consument in art. 6:193a lid 1, aanhef en onder a, BW.
51. Deze doorwerking wordt overigens ingegeven door art. 7 lid 5 Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22) betreffende oneerlijke handelspraktijken, waarvan art. 6:193f BW de implementatie is.

vloed. De norm van art. 6 Prospectusverordening ('de noodzakelijke informatie die voor beleggers van materieel belang is om een geïnformeerde beoordeling te maken') is namelijk evenals de anti-misleidingsnorm van art. 6:193a e.v. BW een open norm en niet een scherp geformuleerde en geharmoniseerde marktregel. De vraag of, en zo ja, in hoeverre doorwerking van dergelijke marktregels tot gevolg heeft dat de civiele rechter zijn speelruimte bij het toepassen van open normen verliest, doet zich in het geval van art. 6 Prospectusverordening derhalve niet voor. Zowel met de norm van de Prospectusverordening ('van materieel belang om een geïnformeerde beoordeling te maken') als de privaatrechtelijke anti-misleidingsnorm (die overigens ook van Europese origine is) wordt de rechter de ruimte geboden die hij nodig heeft om aan de hand van de omstandigheden van het concrete geval tot een maatwerkbeslissing te komen over de vraag of de gewraakte informatie al dan niet misleidend is.[52]

Ook de specifieke prospectusvereisten van het EU-kapitaalmarktenrecht kunnen doorwerken in het civielrechtelijke misleidingsbegrip. In dit geval gaat het wél om scherp afgebakende normen waaraan de inhoud van het prospectus moet voldoen, welke aanvullend zijn uitgevaardigd op grond van art. 13 Prospectusverordening.[53] Doorwerking van specifieke prospectusvereisten in het civielrechtelijke misleidingsbegrip is al in het tijdperk vóór uitvaardiging van Prospectusrichtlijn 2003/71 door de Hoge Raad aangenomen in het *Boterenbrood/MeesPierson*-arrest. De inhoudelijke prospectusvereisten voor het buitenbeurssegment waren destijds gecodificeerd in de Wet effectenhandel en aanverwante regelgeving. Toen beleggers in het kader van een zogenoemde 'private placement' met een beroep op deze regelgeving stelden dat het *private placement memorandum* misleidend door onvolledigheid was, overwoog de Hoge Raad:

> *'Een en ander wettigt om aan te nemen dat (...) bij de beantwoording van de vraag of het memorandum onvolledig of misleidend is, nochtans de in deze regelingen vervatte vereisten in aanmerking moeten worden genomen (...).'*[54]

De rechter moet derhalve bij het vormen van zijn oordeel over misleiding de prospectusvereisten meewegen ('in aanmerking nemen'). Hij is echter niet verplicht schending van de prospectusvereisten één-op-één gelijk te stellen met misleiding. De bovengenoemde rechtsoverweging van de Hoge Raad laat voldoende ruimte om tot een beslissing te komen die is afgestemd op de omstandigheden van het concrete geval.

4.3. Argumenten van rechtszekerheid, *level playing field* en uniforme beleggersbescherming

Door protagonisten van het ondergeschiktheidsmodel worden de argumenten van rechtszekerheid, Europees *level playing field* en uniforme beleggersbescherming wel aangevoerd om volledige opvulling van open civielrechtelijke normen door geharmoniseerde Europese marktregels te bepleiten. Gesteld wordt dat op grond van deze argumenten nu juist gekozen is voor het instrument van een rechtstreeks werkende verordening, waarbij een beroep wordt gedaan op considerans (5) van de Prospectusverordening.[55] Wij bezien nogmaals de relevante delen van (de nogal lange) considerans (5):

> *'Wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, is het passend en noodzakelijk dat de openbaarmakingsvoorschriften ter zake de wettelijke vorm van een verordening aannemen (...). Aangezien het rechtskader voor prospectusregelingen maatregelen moet inhouden die precieze voorschriften bevatten voor alle verschillende aspecten die eigen zijn aan prospectussen, kunnen zelfs kleine verschillen in de manier waarop een van deze aspecten wordt behandeld, tot aanzienlijke belemmeringen leiden die grensoverschrijdende aanbiedingen van effecten, meerdere noteringen op gereglementeerde markten en uniale regels ter bescherming van de consument in de weg staan. Daarom moet het gebruik van een verordening, die rechtstreeks toepasselijk is zonder dat nationaal recht is vereist, de mogelijkheid beperken om op nationaal niveau uiteenlopende maatregelen te nemen, zorgen voor een consistente aanpak en meer rechtszekerheid, alsmede dergelijke aanzienlijke belemmeringen voorkomen.' (curs. auteurs)*

De gecursiveerde passages laten zien dat het de EU-wetgever te doen is om het wegnemen van belemmeringen ten aanzien van het aanbieden en toelaten van effecten tot de handel (markttoegang) en grensoverschrijdende effectenhandel (vrij verkeer van goederen). Op dat gebied moet rechtszekerheid heersen door het invoeren van uniforme regels. De aan beleggers geboden bescherming bestaat erin dat zij voor alle effecten die in de Unie worden aangeboden en verhandeld over gereguleerde informatie beschikken die nodig is om een verantwoorde beleg-

52. J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 76 en 99 drukt het aldus uit dat de algemene norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn (zijnde de voorloper van art. 6 lid 1 Prospectusverordening) samenvalt met een deel van de anti-misleidingsnorm, waardoor voor doorwerking geen ruimte meer is. De norm van art. 5 lid 1 Prospectusrichtlijn is reeds in de anti-misleidingsnorm geïncorporeerd.

53. De prospectusvereisten zijn opgenomen in de Gedelegeerde Verordeningen (EU) 2019/979 en (EU) 2019/980.

54. HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888 m.nt. J.M.M. Maeijer en D.W.F. Verkade; *JOR* 1998/110 m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en C.J. Groffen (*Boterenbrood c.s./MeesPierson*), r.o. 3.9. Zie ook J.P. Franx, t.a.p. p. 99-100.

55. In die zin D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *FR* 2019/11, p. 572.

gingsbeslissing te nemen.[56] Uit dit onderdeel van de considerans kan niet worden geconcludeerd dat het de EU-wetgever te doen is om het harmoniseren van het civiele recht van de lidstaten, het bieden van civielrechtelijke rechtszekerheid of het creëren van een civielrechtelijk *level playing field*.

Ook de opzet van art. 11 lid 1 Prospectusverordening maakt duidelijk dat het creëren van civielrechtelijke rechtszekerheid niet het doel van de EU-wetgever kan zijn geweest. Met deze bepaling wordt aan de lidstaten namelijk een ruime keuzemogelijkheid geboden ten aanzien van degenen die verantwoordelijk zijn voor de informatie in het prospectus: 'ten minste' de uitgevende instelling, haar leidinggevend of toezichthoudend bestuursorgaan, de aanbieder, de aanvrager van toelating tot de handel of de garant kan als verantwoordelijke (en daarmee als potentieel aansprakelijke) worden bestempeld voor misleidende prospectusinformatie. Art. 11 lid 1 is in de systematiek van de Prospectusverordening de *enige* bepaling waarmee de EU-wetgever een flinke harmonisatiestap op civielrechtelijk gebied had kunnen zetten door althans een uniforme regel uit te vaardigen omtrent de identiteit van de bij een toelating tot de handel en/of emissie betrokken partij die verantwoordelijk en potentieel aansprakelijk kan worden gehouden voor de informatie in het prospectus. De EU-wetgever heeft dit echter nagelaten en heeft op dit punt gekozen voor minimumharmonisatie.[57]

5. Doorwerking van MiFID II-gedragsregels

5.1. Civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht valt ook buiten het harmonisatiebereik van MiFID II

Er zijn ook duidelijke aanwijzingen dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht niet onder het harmonisatiebereik van MiFID II valt. Volgens de benaderwijze van het HvJ EU in *James Elliott* wordt als eerste gekeken naar de doelstellingen van MiFID II in de considerans:

> *'(3) De afgelopen jaren zijn op de financiële markten steeds meer beleggers actief geworden, aan wie een ruim gamma alsmaar complexer wordende diensten en instrumenten wordt aangeboden. In het licht van deze ontwikkelingen is het van belang dat het wettelijk kader van de Unie het gehele gamma aan op de beleggers gerichte werkzaamheden bestrijkt. Om deze doelstelling te bereiken, moet een zodanige harmonisatie worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden en dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Unie, die een interne markt vormt, diensten te verlenen, op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst. Richtlijn 93/22/EEG is derhalve vervangen door Richtlijn 2004/39/EG.*
>
> *(...)*
>
> *(37) De personen die door deze richtlijn bestreken beleggingsdiensten verlenen en/of beleggingsactiviteiten verrichten, moeten aan een door hun lidstaat van herkomst verleende vergunning onderworpen zijn ter bescherming van de beleggers en de stabiliteit van het financieel stelsel.*
>
> *(...)*
>
> *(164) Daar de doelstelling van deze richtlijn, namelijk de totstandbrenging van een geïntegreerde financiële markt waarop de beleggers afdoende bescherming genieten en de efficiëntie en integriteit van de markt als geheel gewaarborgd zijn, de vaststelling vereist van een gemeenschappelijke regelgeving die geldt voor alle beleggingsondernemingen, ongeacht waar in de Unie zij een vergunning hebben verkregen, en die tevens de werking van gereglementeerde markten en andere handelssystemen regelt om te voorkomen dat de ondoorzichtigheid of verstoring van één markt de efficiënte werking van het gehele financiële stelsel van de Unie ondermijnt, hetgeen niet voldoende door de lidstaten kan worden verwezenlijkt en derhalve beter, vanwege het toepassingsgebied en de effecten van deze richtlijn, door de Unie kan worden verwezenlijkt, kan de Unie, overeenkomstig het in artikel 5 van het Verdrag betreffende de Europese Unie neergelegde subsidiariteitsbeginsel maatregelen nemen.' (curs. auteurs)*

De EU-wetgever streeft dus drie doelstellingen na met MiFID II: (i) garanderen van de stabiliteit van het financiële stelsel, (ii) integreren van de financiële markten voor beleggingsdienstverlening, en (iii) bijdragen aan bescherming van beleggers op die markten.

Bij de herziening van voorganger MiFID[58] heeft de Europese Commissie beleggersbescherming naar voren geschoven als één van de belangrijkste doelstellingen.[59] De Commissie achtte gerichte aanpassingen in het regelkader noodzakelijk om het tijdens de financiële crisis verloren beleggersvertrouwen te herstellen. Het besef na de financiële crisis dat met de gedragsregels van MiFID grootschalige *mis-selling* van financiële producten niet kon worden voorkomen, heeft geleid tot aanscherping en verdere uitwerking van die gedragsregels.[60] Naast strengere gedragsregels en een commissieverbod werden met

56. In paragraaf 4.1 is deze beleggersbescherming gekarakteriseerd als bescherming *ex ante*.
57. Dit volgt uit het gebruik van het woord 'tenminste'. Aldus ook D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *FR* 2019/11, p. 568. Zie voetnoot 47 voor de laatste ontwikkelingen onder de EU Listing Act.
58. Richtlijn 2004/39/EG (*PbEU* 2004, L145/1).
59. Voorstel voor MiFID II (COM(2011 656), p. 2 & 174-175.
60. COM(2011) 656, p. 2 & 174-175.

MiFID II ook productregulering en interventiebevoegdheden geïntroduceerd. Hiermee beoogt de EU-wetgever bescherming te bieden via toezicht op de ontwerpfase en het uit de markt halen van gevaarlijke beleggingsproducten.[61]

MiFID II is, evenals voorgangster MiFID, door de EU-wetgever (primair) ontworpen vanuit het perspectief van publiekrechtelijke handhaving door een toezichthouder aan de hand van een bestuursrechtelijk instrumentarium.[62] Lidstaten wordt in MiFID II opgedragen publieke autoriteiten aan te wijzen en deze uit te rusten met alle noodzakelijke bestuursrechtelijke bevoegdheden om de in MiFID II opgenomen regels op effectieve, proportionele en afschrikwekkende wijze te handhaven.[63] Toezichthouders dienen in dat kader te worden voorzien van de bevoegdheid bestuursrechtelijke sancties en maatregelen op te leggen.[64]

De nadruk op bestuursrechtelijke handhaving van MiFID II blijkt ook uit het interessante art. 69 lid 2 MiFID II, waarin bestuursrechtelijke handhavings- en sanctioneringsbevoegdheden zijn opgenomen waarmee bevoegde autoriteiten moeten worden uitgerust.[65] Op grond van de laatste zin van deze bepaling moeten lidstaten voorzien in een mechanisme op basis waarvan compensatie wordt betaald of een andere herstelmaatregel wordt genomen voor schade geleden als gevolg van een inbreuk op (de geïmplementeerde regels van) de richtlijn. Lezen wij deze bepaling goed, dan worden lidstaten er dus toe verplicht toezichthouders uit te rusten met de bevoegdheid zich ervoor in te zetten dat beleggingsondernemingen beleggers compenseren die zij hebben benadeeld door MiFID II-gedragsregels jegens hen niet (op de juiste wijze) na te leven. Het mechanisme doet denken aan de compensatiebevoegdheden van de Engelse *FCA*.[66] De AFM heeft in de context van de afhandeling van de vele claims als gevolg van de verkoop van renteswaps aan het midden- en kleinbedrijf voorgesteld te worden uitgerust met een vergelijkbare bevoegdheid. Op advies van de AFM heeft een door de Minister van Financiën benoemde Derivatencommissie in 2016 een herstelkader ontwikkeld, op basis waarvan de betrokken banken kopers van renteswaps hebben gecompenseerd.[67] De AFM stelde voor dat zij (i) zelf externe experts kon benoemen om onderzoek te laten doen naar het gedrag van gereguleerde ondernemingen, en (ii) collectieve herstelkaders (zoals het herstelkader voor renteswaps) kon opleggen bij grootschalige schending van gedragsregels.[68] Deze bevoegdheid is er na kritische consultatierondes niet gekomen.[69] Wat hier van ook van zij, met *privaatrechtelijke* handhaving in de vorm van civielrechtelijke aansprakelijkheid hebben deze mechanismen weinig van doen. Met de mechanismen worden toezichthouders in staat gesteld bestuursrechtelijke maatregelen te nemen met als (uiteindelijke) doel dat beleggers worden gecompenseerd voor door hen geleden schade.

Met MiFID II heeft de EU-wetgever niet bedoeld ook privaatrechtelijke handhaving in de vorm van civielrechtelijke aansprakelijkheid te harmoniseren. Dit blijkt in de eerste plaats uit het stilzwijgen in de richtlijn over deze vorm van handhaving, zeker in vergelijking met de uitgebreide aandacht die wordt besteed aan bestuursrechtelijke handhaving. In de aanloop naar MiFID II merkte de Europese Commissie daarom (terecht) op dat in MiFID niet werd voorzien in privaatrechtelijke handhaving en verzocht zij om input over de wenselijkheid van het opnemen van een '*principle of civil liability*' in MiFID II.[70] Dit beginsel, dat handhaving van de gedragsregels door middel van civielrechtelijke aansprakelijkheid binnen het harmonisatiebereik van MiFID II zou hebben gebracht, is door de Raad en het Europees Parlement verworpen en heeft het uiteindelijk dus niet gehaald. Dit terwijl de mogelijkheid om beleggingsondernemingen *in civilibus* aansprakelijk te houden zonder enige twijfel kan bijdragen aan de doelstelling van beleggersbescherming.

Dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht niet onder het harmonisatiebereik van MiFID II valt, kan ook worden afgeleid uit het arrest van het HvJ EU in *Genil/Bankinter*.[71] Daarin lag de vraag voor of schending van de verplichting om, kort gezegd, informatie in te winnen over de cliënt om vast te kunnen stellen of financiële diensten of producten pas-

61. Art. 1:77f Wft; art. 42 MiFIR jo. art. 69 lid 2, onder s en t, MiFID II. De AFM en ESMA oefenen dit toezicht uit en kunnen direct ingrijpen bij beleggingsondernemingen.
62. Daarnaast wordt van lidstaten verwacht dat zij voorzien in mogelijkheden voor buitengerechtelijke handhaving, zie art. 52 lid 2 MiFID, art. 53 MiFID; art. 74 lid 2 MiFID II, art. 75 MiFID II.
63. Art. 48 MiFID, art. 50 MiFID; art. 67 MiFID II, art. 69 MiFID II.
64. Art. 51 lid 1 MiFID; art. 70 MiFID II.
65. A7-0306/2012.
66. FSMA 2000, s. 382, 384 en 404-404G.
67. Derivatencommissie, 'Aanbieding uniform herstelkader rentederivaten', Amsterdam/Rotterdam: 5 juli 2016. Zie daarover inclusief verwijzingen: M.W. Wallinga, 'Dwaling in de rentederivatenproblematiek: de verhouding tussen mededelingsplicht en waarschuwingsplicht', *NTBR* 2020/24, paragraaf 2.3.
68. AFM, 'Wetgevingsbrief', Amsterdam: 27 juni 2016, p. 6 en 7. Ministerie van Financiën, 'Kamerbrief: Resultaten consultatie effectiviteit en gewenste mate van bescherming voor zzp-ers en mkb-ers bij financiële diensten en producten en vervolgstappen', Den Haag: 12 april 2017.
69. Ministerie van Financiën, 'Kamerbrief: Resultaten consultatie effectiviteit en gewenste mate van bescherming voor zzp-ers en mkb-ers bij financiële diensten en producten en vervolgstappen', Den Haag: 12 april 2017, p. 3 & 5.
70. Europese Commissie, 'Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments (MIFID)', Brussel: 8 december 2010, p. 63.
71. HvJEU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 (*Genil/Bankinter*). Zie over dit arrest (onder meer) ook *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 743 e.v.; V.P.G. De Serière, 'Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht: de Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector', *WPNR* 2021/7342, paragraaf 5.2; en de analyse van Strijbos in zijn mooie dissertatie, F.P.C. Strijbos, *Aantastbaarheid van rechtshandelingen na schending van het Unierechtelijke financiële recht (Onderneming en Recht nr. 160)*, Deventer: Wolters Kluwer 2025, paragraaf 5.3.2.1.

sen bij deze cliënt, leidt (of zou moeten leiden) tot contractenrechtelijke gevolgen. Volgens het HvJ EU worden deze gevolgen niet geregeld in MiFID en is het in beginsel aan de lidstaten overgelaten om de gevolgen te regelen die in het nationale (privaat)recht worden verbonden aan schending van de MiFID-gedragsregels. Bij de beantwoording van de vraag naar de *civiel*rechtelijke gevolgen van schending van de (geïmplementeerde regels van de) MiFID valt op dat het HvJ EU de nadruk legt op datgene waarin met de richtlijn wel wordt voorzien, namelijk een systeem van *publiek* toezicht en handhaving aan de hand van *bestuurs*rechtelijk maatregelen en sancties zoals dat is opgenomen in art. 51 MiFID (thans: art. 70 MiFID II). Daarmee lijkt het HvJ EU te bevestigen dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht buiten het harmonisatiebereik van MiFID valt. In zijn arrest *Banis Plus Bank* heeft het HvJ EU deze lijn doorgetrokken.[72] Het HvJ EU laat in zijn arresten *Genil/Bankinter* en *Banis Plus Bank* evenwel na om een *definitieve* keuze te maken over de verhouding tussen MiFID en het nationale privaatrecht. Volgens sommigen is dat misschien een gemiste kans, maar het komt ons juist voor dat het HvJ EU terughoudendheid betracht bij het formuleren van een *one-size-fits-all*-benadering van een politiek gevoelig onderwerp als de verhouding tussen financiële marktregulering en het nationaal privaatrecht. Zeker als, zoals hier, de voorgelegde prejudiciële vraag het HvJ EU niet dwingt om daarover een oordeel te vellen.[73]

De conclusie die wij op basis van het voorgaande trekken, is dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht buiten het harmonisatiebereik van MiFID II valt. Dit is een duidelijke aanwijzing dat lidstaten en civiele rechters – binnen de grenzen van gelijkwaardigheid en effectiviteit (waarover meer in paragraaf 6) – vrij zijn in hoe zij privaatrechtelijke handhaving van MiFID II-gedragsregels vormgeven.[74] Tegelijkertijd zijn er, zoals besproken in paragraaf 2, goede redenen voor civiele rechters om volgens het complementariteitsmodel rekening te houden met relevante, in het Nederlandse financieel toezichtrecht geïmplementeerde MiFID II-gedragsregels bij de beoordeling of is voldaan aan de toepassingsvereisten van civielrechtelijke remedies. Wij zien dat Nederlandse civiele rechters dit ook doen, en daarbij gebruikmaken van de doorwerkingsmogelijkheden die hun in het nationale privaatrecht worden geboden.

5.2. Maar desondanks is ook bij MiFID II-gedragsregels sprake van doorwerking in het nationale privaatrecht

Het Nederlandse privaatrecht biedt beleggers verschillende manieren om (schending van) MiFID II-gedragsregels in te roepen tegen beleggingsondernemingen. Aansprakelijkheid wegens schending van een ongeschreven zorgplicht en wegens niet-naleving van een wettelijke plicht worden in de praktijk het meeste ingezet.[75]

In de eerste categorie worden beleggers in staat gesteld om te betogen dat een beleggingsonderneming de op haar rustende zorgplicht heeft geschonden doordat zij in strijd heeft gehandeld met de (geïmplementeerde) gedragsregels van MiFID II. Deze manier van doorwerking van toezichtrechtelijke gedragsregels in het privaatrecht zien wij terug in de door de Hoge Raad aanvaarde verhouding tussen de bancaire zorgplicht en de in het financieel toezichtrecht opgenomen gedragsregels.[76] Op grond van deze bijzondere zorgplicht moeten beleggingsondernemingen, als professioneel en deskundige partij, klanten tegen zichzelf beschermen. Hoewel de bijzondere zorgplicht is ontwikkeld in de verhouding tot particuliere beleggers, ligt het voor de hand dat beleggingsondernemingen deze zorgplicht, en daarmee de meer specifieke plichten die daaruit voortvloeien, ook in acht moeten nemen wanneer zij hun diensten verlenen aan het midden- en kleinbedrijf.[77] Beleggers kunnen schending van deze zorgplicht gebruiken als grondslag voor een vordering tot schadevergoeding gebaseerd op wanprestatie (art. 6:74 BW) of onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).

Volgens vaste jurisprudentie van de Hoge Raad functioneren de gedragsregels als gezichtspunten bij het vaststellen van de inhoud en reikwijdte van de bij-

72. HvJ EU 3 december 2015, ECLI:EU:C:2015:794 (*Banif Plus Bank*), r.o. 79.
73. Zie in vergelijkbare zin: O.O. Cherednychenko, 'Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law', *ELJ* 2015, afl. 4, p. 505; S. Grundmann, 'The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law', *ERCL* (9) 2013, afl.3, p. 275.
74. Overigens zij opgemerkt dat zelfs als het HvJ EU zou oordelen dat in MiFID II of een ander wetgevingsinstrument op het terrein van het EU-kapitaalmarktenrecht rechten worden toegekend aan individuele beleggers die door middel van het privaatrecht moeten kunnen worden gehandhaafd, dit niet automatisch dwingt tot het aannemen van het ondergeschiktheids- boven het complementariteitsmodel. Ook in dat geval bestaat volgens ons in het nationale privaatrecht nog steeds voldoende ruimte om de aansprakelijkheidsvereisten op de gewenste wijze vorm te geven. Zie daarover in meer detail: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, paragraaf 3.3.
75. De remedies van ontbinding en vernietiging laten wij hier onbesproken. Bij de toepassing van deze remedies zouden regels van EU-marktregulering op vergelijkbare wijze kunnen doorwerken als bij de aansprakelijkheid gebaseerd op de ongeschreven zorgvuldigheidsnorm. Zie verder M.W. Wallinga, 'Verduurzamen van beleggingen: privaatrecht '*fit for purpose*'?', in: W.H. van Boom e.a. (red.), *Vooruitgedenkboek Burgerlijk Wetboek 1992-2022*, Den Haag: Boom Juridisch 2023, paragraaf 3.4.3.
76. Zie inclusief verdere literatuurverwijzingen over de bijzondere zorgplicht en de wisselwerking met het financieel toezichtrecht: M.W. Wallinga, 'De bijzondere zorgplicht: de loper van het verbintenissenrecht op financieel gebied?', *WPNR* 2016, afl. 7116.
77. Zie ook A-G Wissink ECLI:NL:PHR:2017:1057, nr. 3.8; I.P.M.J. Janssen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdiensterlener jegens de niet-particuliere cliënt*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 138 e.v. en 234.

zondere zorgplicht –[78] vergelijk ook het oordeel van de Hoge Raad in *Boterenbrood/MeesPierson* in de context van de prospectusvereisten (paragraaf 4.2). De Hoge Raad heeft deze visie op de wisselwerking bevestigd in rechtspraak over beleggingsverzekeringen en kredietverstrekking.[79] In deze visie zijn financieel toezichtrechtelijke gedragsregels – in overeenstemming met het complementariteitsmodel – dus niet uitputtend, maar wel degelijk van belang bij het bepalen van de mate van zorg die op basis van het privaatrecht wordt verwacht. Doordat de MiFID II-gedragsregels relevante factoren zijn bij het invullen van ongeschreven zorgplichten, kunnen beleggers een vordering tot schadevergoeding dus indirect op deze gedragsregels baseren.[80]

Buitencontractuele aansprakelijkheid vanwege handelen in strijd met een wettelijke plicht (art. 6:162 lid 2 BW) biedt een meer directe manier van handhaving van de MiFID II-gedragsregels. Hierbij is de invloed van die regels op privaatrechtelijke aansprakelijkheid niet afhankelijk van het bestaan van een ongeschreven zorgplicht. Via het relativiteitsvereiste (art. 6:163 BW) kan deze directe invloed van de MiFID II-gedragsregels op de buitencontractuele aansprakelijkheid van financiële instellingen echter worden beperkt.[81] Op basis van dit vereiste leidt schending van de gedragsregels alleen tot aansprakelijkheid als met de gedragsregels in kwestie is beoogd de belangen van de belegger te beschermen tegen de schade zoals de belegger die heeft geleden en de wijze waarop die schade is ingetreden. Dat op grond van het financieel toezichtrecht bepaald gedrag wordt verlangd van een beleggingsonderneming tegenover een belegger, betekent niet automatisch dat met de regel wordt beoogd deze belegger te beschermen tegen de schade waarvan vergoeding wordt gevorderd.[82] Dit kan wellicht verklaren waarom in de praktijk (relatief) vaker een beroep wordt gedaan op schending van de bijzondere zorgplicht.[83]

Volgens de complementariteitsbenadering kunnen beleggers gebruikmaken van de beschermingsstrekking van MiFID II-gedragsregels om bijvoorbeeld de horde van het relativiteitsvereiste eenvoudiger te nemen. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de informatieplichten en geschiktheidstoets van MiFID II: beleggingsondernemingen moeten zowel informatie geven over financiële producten als gegevens verzamelen over de belegger, waaronder diens kennis, ervaring en risicovoorkeuren. Hiermee worden beleggers in staat gesteld goed geïnformeerde beslissingen te nemen over geschikte beleggingen. De strekking van deze gedragsregels zou daarom kunnen worden begrepen als het beschermen van beleggers tegen verliezen door onvoldoende geïnformeerde beslissingen of ongeschikte beleggingen. Deze strekking is een aanwijzing voor de beschermingsomvang van (de implementatie van) die gedragsregels in het Nederlandse recht. Volgens de complementariteitsbenadering kan van civiele rechters worden verlangd dat zij acht slaan op die (beleggers beschermende) strekking bij het in aansprakelijkheidsprocedures toepassen van het relativiteitsvereiste.

Verder kunnen *particuliere* beleggers een vordering tot schadevergoeding wegens het (door de beleggingsonderneming) handelen in strijd met MiFID II-gedragsregels baseren op de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken ('Richtlijn OHP').[84, 85] Op grond van de regeling OHP levert het verschaffen van misleidende informatie (art. 6:193c BW) of het niet verstrekken van informatie die nodig is voor het nemen van een goed geïnformeerde beleggersbeslissing (art. 6:193d BW), een misleidende handelspraktijk op. De beleggingsonderneming handelt daarmee onrechtmatig jegens de belegger (zie art. 6: 193 lid 1 BW). Daarnaast wordt in de Richtlijn OHP informatie die op basis van MiFID II aan beleggers moet worden verstrekt, aangemerkt als essentieel.[86] Schending van de geïmplementeerde MiFID II-gedragsregels heeft daarmee te gelden als een oneerlijke handelspraktijk en dus als een onrechtmatige daad.[87] Door de Richtlijn OHP te implementeren

78. In meer detail: M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35.
79. HR 14 december 2018, ECLI:NL:HR:2018:2298, rov. 3.4.2; HR 16 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1107, rov. 4.2.5 (*SNS/Stichting Gedupeerden Overwaardeconstructie W&P*); HR 11 februari 2022, ECLI:NL:HR:166 (*Vereniging Woekerpolis.nl/Nationale-Nederlanden*), *NJ* 2022/289, m.nt. De Serière; *JA* 2022/115, m.nt. Wallinga.
80. In meer detail: M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35.
81. Zie ook HR 4 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BJ7320 (*Nabbe/Staalbankiers*).
82. *Nabbe/Staalbankiers*, rov. 3.7.
83. De relativiteit van dergelijke zorgplichten is doorgaans een gegeven: A.J. Verheij, *Onrechtmatige daad* (Monografieën Privaatrecht, deel 4), Deventer: Wolters Kluwer 2024, nr. 2.12.1; HR 30 september 1994, ECLI:NL:HR:1994: ZC1460, r.o. 3.8.4 (*Staat/Shell*); P.H. Smits, 'Iets over de vraag der relativiteit van de onrechtmatigheid bij onrechtmatige daad in verband met de door den Hoogen Raad onderscheiden onrechtmatigheidsvormen', *WPNR* 1938, afl. 3587, p. 448.
84. Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22).
85. Bij de *particuliere* belegger gaat het in de terminologie van de regeling OHP om de 'consument', zie de definitie van consument in art. 6:193a lid 1, aanhef en onder a, BW. Zie over de route van de regeling OHP ook: M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1, §4.
86. Art. 7 lid 5 Richtlijn OHP; Richtlijn OHP, preambule 15. In de bijlage van de Richtlijn OHP wordt verwezen naar art. 19 MiFID, wat kan worden gelezen als een verwijzing naar art. 24 en 25 MiFID II.
87. Afdeling 6.3.3.A BW. Hoewel in de MiFID II de geschiktheidstoets niet genoemd wordt, kan betoogd worden dat beleggers ook een vordering tot schadevergoeding op deze afdeling kunnen baseren wanneer een beleggingsonderneming nagelaten heeft deze toets uit te voeren, zie in meer detail: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private Law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018, §6.3.4.

als *species* van de onrechtmatige daad, heeft de Nederlandse wetgever het privaatrecht aangewezen als primair handhavingsstelsel voor de in de richtlijn opgenomen gedragsnormen.[88] Dit betekent dat het Nederlandse onrechtmatigedaadsrecht moet voorzien in passende en doeltreffende middelen om oneerlijke handelspraktijken tegen te gaan.[89]

De Nederlandse wetgever was destijds niet verplicht tot implementatie van de Richtlijn OHP in het privaatrecht, maar daarin is met de wijziging van de Richtlijn OHP in 2019 verandering gekomen.[90] In art. 11*bis* lid 1 Richtlijn OHP wordt aan *individuele* consumenten namelijk een recht op compensatie toegekend voor schade die zij als gevolg van een oneerlijke handelspraktijk hebben geleden. Daarmee is handhaving door *individuele* consumenten via het aansprakelijkheidsrecht direct onder 'Europees bereik' gekomen. Dit betekent dat een door (een of meer) individuele consumenten ingestelde en op de regeling OHP gebaseerde actie tot schadevergoeding niet alleen passend en doeltreffend moet zijn, maar ook in voldoende mate 'afschrikkend' om oneerlijke handelspraktijken tegen te gaan.[91] Hierbij tekenen wij aan dat vóór de laatstgenoemde wijziging van de Richtlijn OHP ook al de eisen golden dat (i) de lidstaten zorgen voor de invoering van 'passende en doeltreffende middelen' ter bestrijding van oneerlijke handelspraktijken',[92] en (ii) de sancties die van toepassing zijn op overtredingen van nationale bepalingen ter implementatie van de Richtlijn OHP 'doeltreffend, evenredig en afschrikkend' zijn.[93] Met de invoering van art. 11*bis* lid 1 Richtlijn OHP zijn deze doeltreffendheids- en/of effectiviteitsvereisten nu echter ook van toepassing op door (een of meer) individuele consumenten ingestelde acties tot schadevergoeding naar nationaal recht. Naar Nederlands recht kan dit gevolgen hebben voor de rechterlijke beoordeling of is voldaan aan de vereisten voor aansprakelijkheid. Om de effectiviteit van de Richtlijn OHP te garanderen en te voorzien in voldoende afschrikkende sancties, zouden civiele rechters bijvoorbeeld gehouden kunnen zijn eerder relativiteit aan te nemen dan het geval is bij een aansprakelijkheidsstelling buiten het toepassingsgebied van de Richtlijn OHP. Ook zouden civiele rechters gehouden kunnen zijn de belegger in zijn zware bewijslast tegemoet te komen bij het bewijs van causaal verband.

6. Effectiviteit van regels van EU-kapitaalmarktenrecht

Ook de verplichting voor lidstaten om de effectiviteit van het Europese recht te garanderen is relevant bij het achterhalen van de verhouding tussen enerzijds de gedragsregels (waaronder informatieverplichtingen) van EU-kapitaalmarktenrecht en anderzijds de civielrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid.[94] Eerder wierpen achtereenvolgens Veil en Tison reeds in algemene(re) zin de vraag op of de maatstaf van voldoende effectieve beleggersbescherming kan vereisen dat civiele rechters – via materieel- en/of procesrechtelijke instrumenten – beleggers tegemoetkomen als zij in een aansprakelijkheidsprocedure vergoeding vorderen van schade die zij hebben geleden als gevolg van schending van regels van EU-kapitaalmarktenrecht.[95] Effectiviteit meer in het algemeen (*effet utile*) zou de grondslag kunnen vormen voor een dergelijke verplichting.[96] Meer specifiek moet het tegemoetkomen van beleggers nodig zijn om de volle werking van het EU-kapitaalmarktenrecht te garanderen en, in het verlengde daarvan, het nuttig effect van de daarin opgenomen gedragsregels.[97] Het recht op een effectief rechtsmiddel op basis van het beginsel van effectieve rechtsbescherming (art. 47 EU-Handvest en art. 19 lid 1 VEU) zou op vergelijkbare wijze een grondslag kunnen vormen voor een dergelijke verplichting, indien in het nationale recht geen rechtsmiddel bestaat om door het EU-recht verleende rechten af te dwingen.[98]

Wij zouden de zojuist opgeworpen vraag als volgt willen beantwoorden. Wanneer lidstaten voorzien in de mogelijkheid tot privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht, is die handhaving onderworpen aan het effectiviteitsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbegin-

88. Zie ook: M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 19.
89. Zie art. 11 en 13 Richtlijn OHP.
90. Richtlijn (EU) 2019/2161 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 (Moderniseringsrichtlijn) (*PbEU* 2019, L 328/7).
91. Zie art. 11 lid 1 respectievelijk art. 13 lid 2 Richtlijn OHP.
92. Zie art. 11 lid 1 Richtlijn OHP.
93. Zie art. 13 lid 2 Richtlijn OHP.
94. Zie over de rol c.q. functie van het effectiviteitsbeginsel in dit verband ook *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 746 e.v.; V.P.G. De Serière, 'Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht: de Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector', *WPNR* 2021/7342, paragraaf 5.2; M.W. Wallinga, 'Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming', *SEW* 2020, afl. 1.
95. M. Tison, 'The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective', in: S. Grundmann e.a. (red.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlijn: De Gruyter 2010; R. Veil, 'Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung', *WM* 2007/39, p. 1821-1826.
96. Zie onder meer HvJ 20 september 2001, C-453/99 (*Courage/Crehan*), nr. 26.
97. Hoewel ontwikkeld op het gebied van het mededingingsrecht, zie HvJ 20 september 2001, C-453/99 (*Courage/Crehan*), nr. 26; HvJ 13 juli 2006, C-295/04-C-298/04 (*Manfredi*), wordt deze benadering ook buiten het mededingingsrecht toegepast in bijvoorbeeld HvJ 17 september 2002, C-253/00 (*Muñoz*), nr. 30.
98. Voor het eerst geformuleerd in HvJ 15 mei 1986, ECLI:EU:C:1986:206, C-222/84 (*Johnston*). Over de verhouding tussen effectiviteit meer in het algemeen (*effet utile*) en het beginsel van effectieve rechtsbescherming zie J. Krommendijk, 'Is there light on the horizon? The distinction between 'Rewe effectiveness' and the principle of effective judicial protection in Article 47 of the Charter after *Orizzonte*', *CMLR* 2016/5; S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, 'Redefining the Relationship between 'Rewe-effectiveness and Effective Judicial Protection', *REAL* 2011/4.

sel als randvoorwaarden.[99] Bij het gelijkwaardigheidsbeginsel (ook wel het non-discriminatiebeginsel genoemd) gaat het er, kort gezegd, om dat rechten die particulieren aan het Unierecht ontlenen, op *dezelfde* manier moeten kunnen worden gehandhaafd als (voldoende vergelijkbare) rechten die zij aan het nationale recht ontlenen. Aangezien het in de discussie over de doorwerking van het EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht zowel in de literatuur als de rechtspraak van het HvJ EU (zie ook paragraaf 2.2, hiervoor) met name gaat om het effectiviteitsbeginsel en niet om het gelijkwaardigheidsbeginsel, beperken wij onze analyse hier tot het eerstgenoemde beginsel. Onze analyse ten aanzien van het gelijkwaardigheidsbeginsel bewaren wij graag voor een volgende gelegenheid.

Een civielrechtelijk aansprakelijkheidsvereiste kan, in algemene zin, als obstakel voor het verkrijgen van een civielrechtelijke remedie strijd opleveren met het effectiviteitsbeginsel, wanneer dit vereiste het 'praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk' maakt aan het EU-recht ontleende rechten uit te oefenen.[100] Met de formulering 'praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk' kiest het HvJ EU naar onze overtuiging voor een nogal bescheiden invalshoek. In de literatuur wordt dit ook wel 'judicial minimalism' genoemd.[101] Deze benadering is heel wat anders dan een verplichting c.q. mandaat van de lidstaten en hun civiele rechters om door middel van (het toekennen van) een civielrechtelijke remedie de effectiviteit van het Unierecht te garanderen c.q. daaraan een wezenlijke bijdrage te leveren.[102] Veeleer lijkt de formulering te duiden op de vrijheid van lidstaten en civiele rechters bij het vormgeven van de doorwerking van regels van EU-kapitaalmarktenrecht in de vereisten voor civielrechtelijke aansprakelijkheid.

Ook met de contextuele benadering die door het HvJ EU is geformuleerd in *Peterbroeck* en *Van Schijndel* om vast te stellen of sprake is van strijd met het effectiviteitsbeginsel, wordt de aanzienlijke vrijheid benadrukt die lidstaten hebben bij de wijze waarop zij de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht (waaronder informatieverplichtingen) laten doorwerken in de vereisten voor civielrechtelijke aansprakelijkheid.[103] Schending van het effectiviteitsbeginsel volgt in ieder geval niet zonder meer uit de afwijzing van een vordering tot schadevergoeding omdat de civiele rechter in een concreet geval oordeelt dat op een uitgevende instelling of beleggingsonderneming een minder vergaande informatieverplichting respectievelijk privaatrechtelijke zorgplicht rust dan volgt uit de Prospectusverordening respectievelijk MiFID II. Evenmin volgt schending van het effectiviteitsbeginsel zonder meer uit de afwijzing van een vordering tot schadevergoeding omdat de rechter in een concreet geval oordeelt dat de belegger er niet in slaagt het causaal verband aan te tonen.[104] Wil men kunnen spreken van schending van het effectiviteitsbeginsel, dan dient in de specifieke context de procedurele of materiële regel privaatrechtelijke handhaving praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk te maken. Nader onderzoek van de specifieke context kan ook uitwijzen dat het nationale privaatrecht als geheel voorziet in voldoende (effectieve) proces- of materieelrechtelijke oplossingen voor een specifiek handhavingsobstakel.[105]

Verder zouden wij graag willen benadrukken dat toepassing van het in paragraaf 2.2 besproken ondergeschiktheidsmodel zeker niet de enige manier is om de effectiviteit van het EU-kapitaalmarktenrecht te realiseren. Ook het in paragraaf 2.2 besproken complementariteitsmodel kan een belangrijke bijdrage leveren aan de effectiviteit van het EU-kapitaalmarktenrecht. In dit model maakt de civiele rechter gebruik van de instrumenten die in het nationale privaatrecht voorhanden zijn en probeert hij de regels van het EU-kapitaalmarktenrecht op een constructieve wijze in te bedden in het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht. Een mooi voorbeeld hiervan zou kunnen zijn als de rechter de belegger jegens wie een informatieverplichtingen en/of gedragsregel is geschonden bij het causaal verband in zijn zware bewijslast tegemoetkomt met een beroep op de – beleggers beschermende – strekking van de norm. Dus de civiele rechter past deze bewijslastverlichting *niet* toe omdat hij daartoe verplicht zou zijn op grond van het effectiviteitsbeginsel (de redenering is dan dat zonder bewijslastverlichting de belegger in 'bewijsnood' komt te verkeren, hetgeen leidt tot afwijzing van de vordering, waaraan vervolgens de conclusie wordt verbonden dat de uitoefening van aan het EU-recht ontleende rechten 'praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk' wordt). Nee,

99. HvJ 16 december 1976, ECLI:EU:C:1976:188, C-33/76 (*Rewe-Zentralfinanz*), nr. 5; HvJ 16 december 1976, ECLI:EU:C:1976:191, C-45/76 (*Comet*), nr. 16.
100. Zie over het effectiviteitsbeginsel in relatie tot civielrechtelijke aansprakelijkheid in de context van de Prospectusverordening de eerdergenoemde arresten HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (*Alfred Hirmann/Immofinanz AG*), r.o. 40-44 en HvJ EU 3 juni 2021, ECLI:EU:C:2021:433, Ondernemingsrecht 2021/130, m.nt. C.W.M. Lieverse (*Bankia SA/UMAS*), r.o. 44 e.v. En zie over het effectiviteitsbeginsel in relatie tot civielrechtelijke aansprakelijkheid in de context van MiFID II het eerdergenoemde arrest HvJEU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 (*Genil/Bankinter*).
101. R. Schütze, *European Union Law*, Cambridge: OUP 2021, p. 419. Zie in dit verband ook *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 745.
102. Vgl. *Asser/De Serière 2-IV* 2023, nr. 745.
103. HvJ 14 december 1995, ECLI:EU:C:1994:437, C-312/93 (*Peterbroeck*); HvJ 14 december 1995, ECLI:EU:C:1994:441, gevoegde zaken C-430/93 en C-431/93 (*Van Schijndel*). Zie ook meer in het algemeen over de *Rewe*-randvoorwaarden en de ruimte die dit verschaft aan lidstaten: S. Prechal, 'Europeanisation of National Administrative Law', in: J. Jans, S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, *Europeanisation of Public Law*, Groningen: Europa Law Publishing 2015, p. 58 e.v.; S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, 'Redefining the Relationship between 'Rewe-effectiveness and Effective Judicial Protection', REAL 2011/4, p. 39.
104. Vgl. D. Busch, 'The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond', *ERCL* 2017/1, p. 86 & 90.
105. M.W. Wallinga, 'Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming', *SEW* 2020, afl. 1, p. 15.

hij past deze bewijslastverlichting toe omdat hij op constructieve wijze een bijdrage wil leveren aan de effectiviteit van het EU-kapitaalmarktenrecht. Dit doet hij door de belegger via de bewijslastverlichting een vorm van rechtsbescherming te geven die mede is geënt op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard (zoals de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm zoals die bestaat naar nationaal recht).

De conclusie die wij uit het voorgaande trekken is dat ook wanneer geredeneerd wordt vanuit het perspectief van het effectiviteitsbeginsel, de doorwerking van het EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht het beste kan worden begrepen volgens de uitgangspunten van het complementariteitsmodel.

Tot slot hebben wij nog een opmerking naar aanleiding van recente rechtspraak van het HvJ EU. Het HvJ EU houdt zich (vooralsnog) op de vlakte ten aanzien van de handhaving van het EU-kapitaalmarktenrecht door middel van civielrechtelijke remedies (zie paragraaf 4.1 en 5.1), maar dit kan veranderen.[106] Recente rechtspraak van het HvJ EU laat namelijk zien dat het Hof op steeds meer terreinen een 'activistische' houding aanneemt en privaatrechtelijke handhaving (met name door consumenten) versterkt met een verwijzing naar het eerdergenoemde recht op een effectief rechtsmiddel op basis van het beginsel van effectieve rechtsbescherming (artikel 47 EU-Handvest en artikel 19 lid 1 VEU), en de in verschillende harmonisatiemaatregelen opgenomen verplichting te voorzien in (voldoende) 'afschrikkende' werking.[107] Die ontwikkeling *zou* zich kunnen uitbreiden naar het EU-kapitaalmarktenrecht.

Het arrest *QB/Mercedes-Benz Group* zou een voorbode kunnen zijn van wat het EU-kapitaalmarktenrecht in dit verband te wachten staat.[108] Daarin oordeelde het HvJ EU dat ook technische, op goedkeuring door een toezichthouder gerichte EU-emissieregulering voor personenvoertuigen normen kan bevatten die zijn gericht op de bescherming van de belangen van individuele kopers tegenover de autofabrikant. Het feit dat het type goedkeuringssysteem van deze regulering – net als het EU-kapitaalmarktenrecht – is onderworpen aan een systeem van publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving, betekent volgens het HvJ EU niet dat daaruit geen rechten zouden kunnen voortvloeien die autokopers kunnen inroepen in de privaatrechtelijke verhouding met de autofabrikant.[109] Het HvJ EU lijkt zich hier te bedienen van een op de effectiviteit van het Unierecht gestoelde redenering die is gekoppeld aan de verplichting te voorzien in afschrikkende sancties.[110]

Wij verwachten dat het zo'n vaart niet gaat (of: zou moeten) lopen met het EU-kapitaalmarktenrecht, zeker als de Uniewetgever bewust ervoor gekozen heeft het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht *niet* te harmoniseren, zoals het geval is bij de Prospectusverordening en MiFID II (zie paragraaf 4.1 en 5.1, hiervoor). Wij menen dat civiele rechters op dit moment reeds beschikken over voldoende (effectieve) instrumenten om – aan de hand van het complementariteitsmodel – de effectiviteit van het EU-kapitaalmarktenrecht te waarborgen.

7. Conclusie

Bij de doorwerking van de gedragsregels – waaronder de informatieverplichtingen – van het EU-kapitaalmarktenrecht in het nationale privaatrecht verdient, naar onze overtuiging, het complementariteitsmodel de voorkeur.

Deze keuze ligt in de eerste plaats voor de hand vanuit een Europeesrechtelijk perspectief. De EU-wetgever heeft er namelijk bewust voor gekozen om met de Prospectusverordening en MiFID II niet tevens het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht te harmoniseren. In plaats daarvan is de handhaving van beide rechtskaders primair toevertrouwd aan de bevoegde publieke toezichthouders. Lidstaten zijn verplicht deze autoriteiten uit te rusten met een gedetailleerd stelsel van bestuursrechtelijke sancties en (andere) maatregelen. De handhaving van de gedragsregels door middel van civielrechtelijke remedies is in de Prospectusverordening en MiFID II uitdrukkelijk aan de lidstaten overgelaten.

Tegelijkertijd lijdt het geen twijfel dat privaatrechtelijke handhaving en de bijbehorende toepassing van remedies zoals schadevergoeding, ontbinding en vernietiging, kunnen bijdragen aan de effectiviteit van de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht. Dit pleit er volgens ons juist voor dat civiele rechters volgens het complementariteits-

106. Zie ook: M.W. Wallinga, 'De transformatie van het financieel privaatrecht in de duurzaamheidstransitie', in: M.W. Wallinga, S.M.C. Nuijten & A.M. Karagianni, *Europeanisering van financieel recht* (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2024), p. 24 & 25; F. Della Negra, *Financial Services Contracts in EU Law*, Oxford: OUP 2023, paragraaf 4.1.4.

107. Zie over deze ontwikkeling in meer detail: C.M.D.S. Pavillon, 'Effective Judicial Protection, Private Enforcement and the Reshaping of Substantive Remedies', in: in: H.-W. Micklitz & C. Twigg-Flesner (red.), *The Transformation of Consumer Law and Policy in Europe*, Oxford: Hart Publishing 2023, p. 79 e.v.; C. Riefa & M. Grochowski, 'The enforcement of EU consumer law', in: M. Scholten (red.), *Research Handbook on the Enforcement of EU Law*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2023, p. 361; O.O. Cherednychenko, 'Private Enforcement of EU Law', in: M. Scholten (red.), *Enforcement of EU law*, Cheltenham: Edward Elgar publishing 2023, paragraaf 2.2.1.

108. HvJ EU 21 maart 2023, C-100/21, ECLI:EU:C:2023:229 (*QB/Mercedes-Benz Group*). Zie hierover ook: M.W. Wallinga, 'De transformatie van het financieel privaatrecht in de duurzaamheidstransitie', in: M.W. Wallinga, S.M.C. Nuijten & A.M. Karagianni, *Europeanisering van financieel recht* (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2024), p. 45 & 46.

109. *QB/Mercedes-Benz Group*, r.o. 85 en i.h.b. 91.

110. *QB/Mercedes-Benz Group*, r.o. 90 t/m 93.

model rekening houden met de gedragsregels en hun onderliggende doelstellingen bij de beoordeling of in individuele gevallen is voldaan aan de toepassingsvereisten van civielrechtelijke remedies. Deze benadering past binnen de beoordelingsruimte die civiele rechters toekomt op grond van (de verschillende gedaantes van) het Unierechtelijke effectiviteitsbeginsel. Binnen het complementariteitsmodel kunnen civiele rechters bijvoorbeeld de (beleggersbeschermende) strekking van de gedragsregels betrekken bij hun oordeel over het relativiteitsvereiste of kunnen zij (mede) op grond van die strekking beleggers in hun (zware) bewijslast tegemoetkomen als daarvoor (voldoende) aanleiding bestaat. Op deze wijze wordt de effectiviteit van het EU-kapitaalmarktenrecht gewaarborgd.

Wij constateren bovendien dat het complementariteitsmodel in de Nederlandse rechtspraktijk ook 'gewoon' goed lijkt te functioneren. Bij de beslechting van beleggingsgeschillen houden civiele rechters namelijk, zonder dit steeds te expliciteren, rekening met de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht. Daarbij maken zij op effectieve wijze gebruik van de materieel- en procesrechtelijke instrumenten die het nationale privaatrecht hun biedt. Er lijkt geen sprake te zijn van een (te) grote mate van rechtsonzekerheid of inconsistentie tussen de gedragsregels van EU-origine en de open normen van het nationale privaatrecht. Ook vanuit een nationaalrechtelijk perspectief ligt de keuze voor het complementariteitsmodel daarom voor de hand.

De ontwikkeling waarbij civiele rechters rekening houden met de gedragsregels van EU-origine bij de beantwoording van de vraag of zij civielrechtelijke remedies toekennen op basis van het nationale recht, is door een van ons eerder aangeduid als een 'hybridisering' van nationale rechtsmiddelen.[111] Het grote voordeel van deze benadering is dat hiermee de aandacht wordt verlegd van de discussie over de vraag óf civiele rechters verplicht zijn – of zouden moeten worden – bij te dragen aan beleggersbescherming via privaatrechtelijke handhaving, naar de vraag hóe zij de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht het meest efficiënt kunnen laten doorwerken. Dit voorkomt, waar mogelijk, dat civiele rechters gedwongen worden om open civielrechtelijke normen op één bepaalde manier in te vullen of toe te passen. Een dergelijke 'kannibalisering' van het nationale privaatrecht kan civiele rechters de vrijheid ontnemen om tot rechtvaardige oplossingen te komen in de specifieke omstandigheden van het geval. Dat achten wij onnodig en bovenal onwenselijk.

Met de genoemde hybridisering wordt de spanning weggenomen tussen enerzijds de gedragsregels van het EU-kapitaalmarktenrecht en anderzijds de toepassingsvereisten van civielrechtelijke remedies. Wij zijn van mening dat deze benadering ook van toegevoegde waarde is op andere terreinen van EU-marktregulering waar vergelijkbare doorwerkingsvraagstukken spelen, zoals onze interne rechtsvergelijking met het productveiligheidsrecht laat zien. De civiele rechter wordt op deze wijze in staat gesteld om – via het nationale privaatrecht – bij te dragen aan de op EU-niveau geformuleerde doelstellingen, terwijl tegelijkertijd zijn verantwoordelijkheid én vermogen worden erkend om de gedragsregels op de best mogelijke manier in te passen in het nationaal privaatrechtelijke systeem.

111. M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses*, Springer 2020, paragraaf 9.4; M.W. Wallinga, 'Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming', *SEW* 2020, afl. 1, paragraaf 4.

Navigating the green maze: capital markets and sustainability disclosure amid policy twists[1]

mr. C.E.A. Leopold and Z. Truscott[2]

The article discusses the evolving ESG disclosure legislation in Europe, focusing on the "Simplification Omnibus package" proposed by the European Commission. This package aims to reduce regulatory burdens and delay certain reporting requirements under, among others, the CSRD and CSDDD. The article also addresses the implications and challenges for listed companies, particularly in the Netherlands.

1. Introduction

The tide seems to be turning on ESG disclosure legislation.[3] After a decade of increasing sustainability disclosure requirements, starting with the Non-Financial Reporting Directive (the ***NFRD***) and, subsequently, the Corporate Sustainability Reporting Directive (the ***CSRD***),[4] Mario Draghi's report in September 2024 highlighted Europe's need to enhance competitiveness and resilience while addressing compliance costs associated with the CSRD and the Corporate Sustainability Due Diligence Directive (the ***CSDDD***).[5]

The European Commission (the ***Commission***) published the resulting first Omnibus simplification package (the ***Omnibus***) on 26 February 2025. While some companies had already started to voluntarily report under CSRD in 2024 before being required to do so, the Omnibus release coincided with the commencement of publication of the first round of required CSRD-compliant annual reports by Wave 1 Companies (as defined below).

The Omnibus initiative is designed to simplify sustainability reporting and required due diligence by companies into their business.[6] The Commission emphasised that the Omnibus aims to simplify the regulatory framework, reducing burdens without undermining policy objectives, to ensure the effective delivery of the European Green Deal's goals.[7] Furthermore, the Commission acknowledged that the implementation of the CSRD and CSDDD is taking place against a backdrop of rising energy prices and geopolitical tensions. Additionally, the Commission expressed concerns that regulatory approaches by other jurisdictions could impact the competitive positioning of EU companies.[8]

The Omnibus is split into two sub-proposals: (i) the "Stop-the-Clock" Directive (the ***Stop-the-Clock Directive***), which was adopted and published on 16 April 2025; and (ii) the "Content" Directive (the ***Content Directive***), which is currently under discussion among Member States, the former focussing on timing of applicability of the CSRD/CSDDD and the latter on the substantive provisions of the CSRD/CSDDD.[9] Their respective implications for listed companies' sustainability reporting are addressed in this article, with more focus on the CSRD.

2. Stop-the-Clock Directive

As a recap, upon its adoption, the CSRD applied to specific companies on a consolidated basis, with reporting requirements introduced in phased 'waves' for: (i) large EU public interest companies, i.e., those already subject to the NFRD (the ***Wave 1 Companies***), reporting for the first time over financial year 2024;[10]

1. This article was written early May 2025.
2. Mr. C.E.A. (Caroline) Leopold, associate, and Z. (Zach) Truscott, counsel, work at Freshfields LLP in Amsterdam.
3. Turn of phrase borrowed from Hijink and De Jongh, eloquently articulated in S. Hijink & M. De Jongh, 'Vloed en eb van ESG', *Ondernemingsrecht* 2025/24, p. 149-150.
4. Directive 2014/95/EU and Directive (EU) 2022/2464.
5. M. Draghi, *The Future of European Competitiveness. Part A. A competitiveness strategy for Europe*, 2024. This was also echoed by the subsequent Budapest Declaration released by EU Heads of States and Government called for a "simplification revolution" to reduce regulatory burdens on businesses, especially SMEs, by at least 25% in the first half of 2025. See: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements dated 16 February 2025, COM(2025)81 final, p. 1; European Council, Budapest Declaration on the New European Competitiveness Deal, 8 November 2024.
6. COM(2025)81 final, p. 1, COM(2025)30 final.
7. The Green Deal is the EU's growth strategy aimed at transforming the economy to be modern, resource-efficient, and competitive, with the goal of having no net greenhouse gas emissions by 2050, see also: COM(2025)81 final, p. 2 and COM(2019) 640 final.
8. COM(2025)81 final, p. 2.
9. Directive (EU) 2025/794, COM(2025)81 final.
10. Large EU companies and EU parent companies of a large group with a balance sheet total >EUR 25m; or net

(ii) other large EU companies (the ***Wave 2 Companies***), reporting for the first time over financial year 2025;[11] (iii) public interest SME's (the ***Wave 3 Companies***), reporting for the first time over financial year 2026; and (iv) EU subsidiaries / branches with a non-EU parent company generating over EUR 150 million in net turnover in the EU in the last two consecutive financial years, reporting over the entire group's operations for the first time over financial year 2028.[12]

The Stop-the-Clock Directive introduced a two-year delay in the application of the CSRD for Wave 2 and Wave 3 Companies. This delay is less relevant for Wave 1 Companies, many of which had already published their CSRD-compliant annual reports for financial year 2024 at the time the directive was adopted, notwithstanding that the CSRD has not yet been transposed into national law in all EU Member States.

Under the Stop-the-Clock Directive, Wave 2 Companies are required to start reporting for financial year 2027, with reports due in 2028, whereas Wave 3 Companies will begin reporting for financial year 2028, with reports due in 2029.[13]

The Stop-the-Clock Directive does not apply to Wave 1 Companies. Nevertheless, depending on the outcome of the negotiations on the Content Directive (see below), a portion of the Wave 1 Companies may eventually fall outside of the CSRD's scope. Additionally, for Wave 1 Companies that remain within the scope, the Content Directive will alter the content of their reporting requirements.

In response, the Dutch government, among others, is advocating for a deferral for Wave 1 Companies similar to the deferral granted to Wave 2 and Wave 3 Companies pursuant to the Stop-the-Clock Directive. The Dutch government argues that it is crucial to prevent companies from incurring one-time costs to comply with an obligation that may be rendered not applicable or altered after a single reporting cycle due to the proposed amendments in the Content Directive.[14]

3. Content Directive

Following the publication of the Content Directive, the President of the Council of the European Union proposed a first compromise text in April 2025. At the time of writing this article, discussions on this text are currently ongoing among Member States.[15]

It is currently uncertain when the Content Directive will come into effect, as this depends on the duration and conclusion of negotiations, which may extend beyond the projected timeframe. The legislative process is expected to take approximately 12-18 months from the date of publication of the Omnibus, suggesting an earliest possible implementation in February 2026.

While a number of concepts from the CSRD, such as double materiality, remain intact, the Content Directive includes a number of material amendments to the CSRD. In the following sections, we will analyse the ongoing negotiations on the Content Directive and provide our insights into the potential outcomes of the negotiations.

3.1. Scope

The Content Directive amends the thresholds for application of the CSRD, with the following companies being required to report:

i. EU companies with (on a consolidated basis, if applicable) (a) at least 1000 employees and (b) either a balance sheet total of more than EUR 25 million or net turnover of more than 50 million;
ii. non-EU companies listed on EU markets with (on a consolidated basis, if applicable) (a) at least 1000 employees and (b) either a balance sheet total of more than EUR 25 million or net turnover of more than 50 million;
iii. non-EU companies which generated over EUR 450 million in the EU for each of the last two consecutive years; and
    a. have a large EU subsidiary (based on the criteria set out in sub-paragraph (i) above); or
    b. have an EU branch that generated over EUR 50 million in the preceding financial year.[16]

The proposed criteria will significantly reduce the number of companies within the scope of the CSRD and also aligns more closely with the scope of the

turnover >EUR 50m and with >500 employees on average (on an individual or consolidated basis) of public interest, eg companies whose securities are admitted to a regulated markets, credit institutions and insurance companies. See CSRD, art. 5 and Directive 2013/34 EU, art. 2(1), art. 3(4) and art. 3(7).

11. Large EU companies and parent companies of a large group with a balance sheet total >EUR 25m; or net turnover >EUR 50m and with >250 employees on average (on an individual or consolidated basis). See CSRD, art. 5 and Directive 2013/34 EU, art. 3(4) and art. 3(7).
12. Pursuant to the current text of the CSRD, such EU branches should have at least EUR 40 million turnover in the preceding financial year, see CSRD article 1(14).
13. Directive (EU) 2025/794, article 1.
14. *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 7.
15. Early May 2025.
16. This is an increase from the EUR 40 million net turnover in the current text of the CSRD, see: CSRD article 1(14). The reporting obligation under the CSRD applies specifically to the relevant EU subsidiary or branch, rather than directly to the non-EU parent company. However, since the EU subsidiary or branch is required to publish a sustainability report that includes information at the level of the non-EU (ultimate parent) company, this effectively brings that non-EU company within the scope of the CSRD.

CSDDD.[17] In the Netherlands, estimates suggest this change would decrease the number of companies required to report under the CSRD from 3,000-6,000 to just 600-900.[18]

The impact of the introduction of an employee related threshold is expected to vary between different sectors. For example, the proposed threshold of 1,000 employees is expected to exclude many "employee-light" companies, for example those in the real estate, transportation, and steel sectors, from reporting requirements. In contrast, social service providers are expected to largely remain within the scope of regulation due to their typically larger workforce. In this context, one might consider an approach that sets different thresholds for different sectors to ensure that high-impact sectors do not fall out of scope. This would involve tailoring thresholds to the specific characteristics and impact levels of each sector, ensuring that sectors with significant sustainability impacts are adequately covered. However, this sector-specific approach, which resembles the method used for sector-specific ESRS, deviates from the current methods used to set scopes under the Accounting Directive (which is amended by the CSRD).[19] Moreover, this approach does not appear to have been proposed by Member States when discussing the compromise text for the Content Directive, indicating that its implementation may be unlikely. A lack of support for this approach would suggest that a uniform threshold may continue to be favoured, despite potential shortcomings related to sector-specific impacts.

An additional risk associated with employee-related scoping is the potential for employee restructuring. Companies that are less interested in sustainability reporting or positioning themselves as sustainability focussed might seek to exploit the employee threshold. For example, they could do this by transferring certain relatively business-agnostic functions to an entity outside their consolidated financial group and seconding employees back to their operations. While this approach is often used for economic efficiency, it could also be repurposed for 'sustainability efficiency'. This tactic could undermine the intent of the CSRD by allowing companies to artificially reduce their reported employee numbers as a means to avoid reporting requirements. This potential loophole highlights the need for careful consideration of how employee-related thresholds are set and monitored, to ensure they do not inadvertently encourage such restructuring practices.

3.2. Sector-specific standards

The Content Directive proposes abandoning the adoption of sector-specific standards. Instead, the Commission proposes that companies requiring or seeking additional guidance on sustainability matters common to their sector can refer to existing international sustainability reporting standards and sectoral sustainability reporting initiatives.

The Dutch government has expressed general support for this proposal, recognizing the risk that the previously planned sector-specific standards might result in additional regulations rather than providing the intended clarification which they aimed to achieve. The Dutch government suggests that when guidance is needed on how to implement and interpret the general ESRS for each sector, this could be more effectively achieved through informal recommendations rather than through sectoral standards in an implementing regulation.[20]

Sector-specific standards, whether binding or non-binding, are particularly commendable in light of the introduction of the employee-related threshold (see above). These standards promote the disclosure of information that is genuinely relevant to an entity, ensuring that the data provided is both meaningful and specific to the company's operations. Moreover, sector-specific standards enhance the comparability of sustainability information across companies. This comparability is essential for stakeholders, as it allows them to make informed decisions based on consistent and reliable data and promotes transparency and accountability in corporate practices.[21]

3.3. Exemption listed subsidiaries

Currently, the CSRD allows certain subsidiaries within its scope to be exempted from preparing an independent CSRD-compliant sustainability report if their parent company already prepares and publishes one (the ***Subsidiary Exemption***).[22] However, this exemption does not apply to listed subsidiaries.

We understand that the compromise text for the Content Directive proposes to extend the Subsidiary Exemption to listed subsidiaries. In practice, we

17. Directive (EU) 2024/1760, article 2.
18. E. van der Schoot, J. Mol, 'Accountants zien omzet verdampen door uitkleden duurzaamheidsregels', *Het Financieele Dagblad* 27 February 2025, Accountants zien omzet verdampen door uitkleden duurzaamheidsregels.
19. The concept of high-risk sectors for which specific thresholds would apply was also floated in the context of the CSDDD, however, this did not make the cut in the final version of the CSDDD. See for the full analysis the paper by J. Baumüller: 'EU omnibus package on sustainability – something we don't want to ride (yet)? "Omnibus I", CSRD (new) and the revised future of sustainability reporting in the EU: Evidence from Austria', p.12-13. Sourced via A. Rasche, Professor of Business in Society at the CBS Centre for Sustainability and Associate Dean at Copenhagen Business School.
20. *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 9.
21. This introduction of sector-specific standards was also supported by Eumedion, see: Eumedion, *Statement on the Omnibus Package*, p. 1-2, https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/Statement-Omnibus-Package-FINAL-DEF.pdf.
22. The definition of subsidiary depends on the implementing law in the relevant Member State; for the Netherlands, this is set out in the Dutch Civil Code.

do not anticipate that this exemption will apply to many listed EU companies. This is primarily because a significant number of these companies would not generally be controlled by another entity and, as a result, will not be classified as subsidiaries.

Nonetheless, if this proposal is adopted, this would mean that the sustainability data of listed subsidiaries could be consolidated within the parent company's report as part of the parent company's reporting only, rather than being separately disclosed by the listed subsidiary. The information provided will be less entity-specific, as it will be consolidated within the broader group's disclosures.[23] Consequently, investors may encounter more challenges when seeking specific sustainability-related information about listed subsidiaries compared to listed companies that are not consolidated into their parent company's report.

The rationale behind excluding listed subsidiaries from the Subsidiary Exemption, according to the CSRD, is the need for investor protection, which requires greater transparency for listed companies.[24] From an investor protection perspective and from the perspective of the classic shareholder model, it is widely acknowledged that investors in listed companies require more comprehensive information, given that these investors are typically more distanced from the company when compared to investors in privately held companies, which increases the risk of agency problems.[25]

Against that background, listed companies typically face more stringent disclosure requirements compared to privately held companies, including the obligation to separately publish financial statements and the requirement to publish non-financial and sustainability information pursuant to, among others, the NFRD.[26] This will likely have shaped company processes on gathering sustainability information. Consequently, listed companies are also more likely to prepare and publish sustainability reports.

When considering the goal of enhancing the attractiveness of European capital markets, one can see the argument being put forward to apply the same regulatory approach to issuers as is applied to private companies in the spirit of helping to create a level playing field, fostering a more competitive and appealing market environment for all participants. However, this would need to be carefully balanced against the interests of public investors and the protection which enhanced transparency and disclosure obligations on listed companies seeks to achieve.

3.4. Revision of the ESRS

As a recap, the CSRD provides the framework for sustainability reporting, or the 'what' and 'who' of reporting, while the European Sustainability Reporting Standards (***ESRS***) detail the 'how', specifying the content and format of the disclosures of the CSRD.[27] The ESRS were developed by the European Financial Reporting Advisory Group (***EFRAG***), and consist of 12 reporting standards, spanning nearly 300 pages in total. These include two cross-cutting standards that all companies must incorporate in their reporting, and 10 topical standards that depend on the outcome of the double materiality assessment.[28]

Therefore, the proposal in the Content Directive to adopt a delegated act to revise and simplify the ESRS may contribute most significantly to burden relief when compared to an in-depth debate about the reporting framework within the CSRD itself. This revision of the ESRS is expected, amongst other things, to:[29]

i. Revise the presentation and architecture: This involves the revision of the content and restructuring of the approach to narrative minimum disclosure requirements in both cross-cutting standards and topical standards. Additionally, addressing the approach to topical specifications for general disclosure requirements (GOV, SBM, IRO), reducing mandatory datapoints ("shall") to the essential elements needed to secure the disclosure objective and support concise narrative disclosure.
ii. Address the most challenging provisions: This includes providing clarification of the application of the materiality principle and of unclear provisions, as well addressing the imbalance

23. Note that if a reporting parent company nevertheless identifies significant differences between the risks or impacts affecting the group and those affecting one or more of its subsidiaries, it must provide a clear understanding of the risks and impacts specific to the concerned subsidiary(y)(ies), see CSRD, article 1(7).
24. CSRD, recital 25.
25. R. Abma e.a., 'De aandeelhouder als principaal', in: Abma e.a.,*De AVA van beursvennootschappen* (*R&P nr. ONR9*) 2017/1.3. Note that the conventional principal-agency theory is rooted in a shareholder model, where shareholders / investors are regarded as the 'principal'. However, the corporate governance model of Dutch N.V.'s is generally recognised to be based on a stakeholder model. This distinction is crucial because it implies that the conventional principal-agent theory does not fully apply to Dutch N.V.'s, and would require a more nuanced approach acknowledging the presence of multiple principals, rather than focussing solely on shareholders. See: M. Kemp, 'Naar een werkbaar en realistisch model voor stakeholder governance en de rol van aandeelhouders daarin', *MvO* 2022/1-2, S.B. Garcia-Neelen, 'Achtergronden van de onderhavige governanceproblematiek', *De beursvennootschap, corporate governance en strategie* (*IVOR nr. 120*) 2020/4.5 and B.F. Assink, 'Principaal/agent-theorie overboord?' and 'Nog even over aandeelhouders', in: *Eindeloos getob* (*IVOR nr. 125*) 2022/11.5-11.6.
26. Dutch Financial Supervision Act, art. 5:25c.
27. Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2772.
28. Commission, *Questions and Answers on the Adoption of European Sustainability Reporting Standards*, 31 July 2023, p. 1-3, QANDA_23_4043_EN.pdf.
29. ESRS revision work plan, EFRAG 15 April 2025, p. 3-4, EFRAG ESRS Revision Work Plan and Timeline submitted to the EC_25042025.pdf.

between reporting effort and relevance of the resulting disclosure.

iii. Introduce general burden reduction reliefs: This involves providing reliefs for: (i) reporting information about acquired businesses; (ii) certain confidential and possibly business sensitive information; and (iii) metrics affected by estimated uncertainty and lack of data quality.

iv. Substantially reduce the number of required datapoints: This action will identify, per disclosure requirement, the datapoints that are least important, less decision-useful and/or not needed to meet the relevant disclosure objectives. This will include deletions and the transfer of datapoints from a "mandatory" ("shall") to a "voluntary" ("may") status. Alignment with other EU regulations and international standards will also be considered.

The Commission committed in its explanatory memorandum to adopting the revised delegated act on ESRS "as soon as possible, and at the latest six months after the entry into force" of the Content Directive.[30] The first draft of the simplified ESRS is expected by the end of July 2025, with the final draft to be submitted to the European Commission by the end of October 2025.[31] As the entry into force of the Content Directive is not estimated before February 2026, the ESRS could potentially be adopted long after the sustainability reports for financial year 2025 and, potentially, financial year 2026 are published.

The current timing presents a significant challenge for Wave 1 Companies. Many Wave 1 Companies having already published their first reports under the CSRD, these companies are now in the process of preparing their sustainability reports for financial year 2025. Without clear guidance on the final text of ESRS, many of these companies are expected to be more inclined to err on the side of caution. They may choose to over-collect data to mitigate the risk of not having sufficient information to comply with the amended ESRS in the future.

The introduction of the Stop-the-Clock Directive for Wave 2 and Wave 3 Companies also widens the gap in the sustainability reporting burden among the different waves of companies required to report under CSRD. This disparity could result in an asymmetry of reporting obligations and administrative burden of Wave 1 Companies in comparison to other companies required to report under the CSRD, including non-EU Wave 4 Companies listed on capital markets outside the EU.

3.5. Value chain cap

Currently, the CSRD requires companies in scope to report on their own operations and their value chain, including their products and services, business relationships and supply chain.[32] However, the Content Directive proposes including a 'value chain cap'. This cap means that reporting companies cannot request more information from their value chain partners than what is specified in (yet to be adopted) voluntary sustainability reporting standards, except for additional sustainability information typically shared within the specific sector.[33]

In practice, the effectiveness of the value chain cap will hinge on the outcome of the revisions to the ESRS. Should companies within the scope of the CSRD continue to face extensive disclosure requirements regarding their operations, they will inevitably need to engage with entities within their value chain. This scenario could result in conflicting obligations: on one hand, the value chain cap might restrict these companies from requesting necessary information from their value chain partners, while on the other hand, they would be mandated to disclose such information. This highlights the need for clear regulatory guidance to ensure that companies can comply with disclosure requirements without breaching the value chain cap.

3.6. EU Taxonomy

Under the EU Taxonomy Regulation (the ***EU Taxonomy***), companies subject to the NFRD and the CSRD must disclose how their turnover, capital expenditure, and operating expenditure relate to environmentally sustainable economic activities, known as 'Taxonomy-aligned economic activities'.[34] The EU Taxonomy and its delegated acts establish a comprehensive classification system to identify environmentally sustainable investments. This system sets minimum criteria for economic activities to qualify as sustainable. By translating environmental performance into financial metrics, the EU Taxonomy aims to drive capital towards sustainable projects and activities, thereby supporting the EU's broader environmental and climate goals.[35] However, feedback gathered by the Commission from stakeholders revealed that implementing the EU Taxonomy imposes significant human and financial resource demands

30. COM(2025)81 final, p. 5.
31. ESRS revision work plan, EFRAG 15 April 2025, p. 2, EFRAG ESRS Revision Work Plan and Timeline submitted to the EC_25042025.pdf.
32. CSRD, article 1(4) and 1(7).
33. These voluntary standards are proposed to be based on the voluntary sustainability reporting standards already developed by EFRAG for SME's, see COM(2025)81 final, p. 4.
34. Article 8(1) Regulation (EU) 2020/852, Commission, *FAQ: What is the EU Taxonomy Article 8 delegated act and how will it work in practice?*, April 2021, see: https://finance.ec.europa.eu/document/download/a3c5fc94-6bc8-4c65-bc6c-de37cf3848b0_en?filename=sustainable-finance-taxonomy-faq_en.pdf.
35. Recital 9 and 11 Regulation (EU) 2020/852, Commission, *FAQ: What is the EU Taxonomy Article 8 delegated act and how will it work in practice?*, April 2021, p. 7, see: https://finance.ec.europa.eu/document/download/a3c5fc94-6bc8-4c65-bc6c-de37cf3848b0_en?filename=sustainable-finance-taxonomy-faq_en.pdf.

on companies and is considered a high burden.[36]

Against this background, the Commission has proposed that companies with a net turnover of less than EUR 450 million are exempt from reporting on their Taxonomy alignment, provided they do not claim their activities are Taxonomy-aligned. Additionally, the Content Directive permits these companies to disclose activities that are partially Taxonomy-aligned. However, this exemption does not affect companies with a net turnover exceeding EUR 450 million during the relevant financial year.

The increased threshold raises questions about the effectiveness of these scope adjustments on climate and environmental objectives. Notably, the Commission did not provide an impact assessment to justify this increase, suggesting that the adjustment may have been made solely to align with the CSDDD.[37]

Furthermore, the proposal allowing companies to report on partially aligned activities with the EU Taxonomy may raise concerns about greenwashing, particularly as sustainable investments under the SFDR are tied to the EU Taxonomy's criteria.[38] To ensure investments flow to those companies and activities which are actively contributing to sustainability, it is crucial that the reported activities genuinely contribute to sustainability and are scientifically validated to align with the 1.5-degree scenario.[39]

3.7. Audit requirements

Under the CSRD, there is a requirement for limited assurance of disclosed information by an auditor, entailing that the auditor expresses an opinion on the compliance of the sustainability reporting with European Union requirements. The opinion entails a view on the compliance of the sustainability reporting with European Union sustainability reporting standards, the process undertaken to identify the reported information and adherence to the requirement to mark-up sustainability reporting with regards to digitalisation requirements (once applicable).[40] Additionally, auditors evaluate whether the undertaking's reporting aligns with the requirements of Article 8 of the EU Taxonomy. The unamended CSRD contemplated that reasonable assurance standards would be adopted by no later than 1 October 2028. These reasonable assurance standards would entail extensive procedures, including consideration of internal controls of the reporting undertaking and substantive testing, and the amount of work would therefore be significantly greater than in a limited assurance engagement.[41]

The Content Directive proposes deletion of the introduction of a reasonable assurance statement in the future, while retaining the limited assurance statement requirement and establishing targeted assurance guidelines for accountants.[42] This approach was supported by the Dutch government as this could potentially reduce costs for companies,[43] given that a limited assurance investigation requires a less in-depth examination. However, this comes with the potential of reducing the quality and certainty of data accuracy, which may be lower than with a reasonable assurance level. Additionally, the Dutch government is uncertain whether the Commission's proposal to establish targeted assurance guidelines for accountants will provide greater clarity on the implementation of assurance.[44]

4. CSRD in the Netherlands

4.1. Implementation CSRD

The Dutch legislator has chosen to implement the CSRD by way of a combination of an act, which sets out the thresholds under which companies fall within the scope of the reporting requirements (the ***Implementation Act***), and a decree, which outlines the details of the reporting requirements (the ***Implementation Decree***). The Implementation Act and Implementation Decree will enter into force at the same time.[45]

The CSRD was required to be implemented into Dutch law by July 6, 2024, which deadline was not met by the Netherlands (amongst other Member

36. SWD(2025) 80 final, p. 45.
37. *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 10.
38. Commission Notice on the interpretation and implementation of certain legal provisions of the EU Taxonomy Regulation and links to the Sustainable Finance Disclosure Regulation 2023/C 211/01, FAQ nr. 4.
39. *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 10.
40. The CSRD requires certain companies to prepare their manage report in the electronic reporting format specified by the Regulatory Technical Standard providing the European Single Electronic Format (RTS on ESEF 2019/815) and mark up their sustainability reports, including the disclosures provided for in Article 8 of the EU Taxonomy Regulation (Regulation (EU) 2020/852), in accordance with that electronic reporting format. Note that these technical standards have not yet been adopted; the European Securities and Markets Authority (***ESMA***) is expected to submit the draft technical standards to the European Commission for endorsement in Q3 2025, see: ESMA, 'Consultation Paper on the Regulatory Technical Standards (RTS) on the European Single Electronic Format (ESEF) defining marking up rules for sustainability reporting and revising the marking up rules for the Notes to the IFRS consolidated financial statements and, on the amendments to the RTS on the European Electronic Access Point (EEAP)', 13 December 2024.
41. CSRD, recital 60.
42. SWD(2025) 80, p. 25.
43. Under limited assurance, the costs associated with sustainability reporting assurance engagements by accountants have increased by more than 20% on average, see: A. Wagenaar, M. Bresson, *Duurzaamheidsverslag jaagt accountantskosten bedrijfsleven op*, *Het Financieele Dagblad* 13 maart 2025, https://fd.nl/bedrijfsleven/1548787/duurzaamheidsverslag-jaagt-accountantskosten-bedrijfsleven-op. If the standard shifts to reasonable assurance, these costs can be expected to escalate significantly further.
44. *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 9.
45. *Kamerstukken II* 2024/25, 36678, nr.2 and *Kamerstukken II* 2023/34, 26485, nr. 437.

States). As the CSRD is not yet implemented into Dutch law, the CSRD is binding on Member States, but not yet on individual companies which would fall under the scope of the Dutch implementing legislation. There is therefore currently no national legal obligation in the Netherlands to disclose a CSRD-compliant annual report.

Due to the missed deadline, the Commission initiated infringement proceedings against the Netherlands (and a number of other Member States) on 26 September 2024.[46] Following the publication of the Omnibus, the Dutch government indicated that it was in discussions with the Commission regarding the Omnibus' impact on the requirement to implement the CSRD. In this regard, the Dutch government has decided to pause the implementation of the CSRD, allowing the Content Directive to be addressed concurrently, provided that the Omnibus negotiations progress sufficiently.[47]

Given that the Content Directive is still in the early stages of negotiations, it is unlikely that the CSRD will be implemented into Dutch law in time for most issuers' preparations for reporting over the financial year 2025, and possibly not even for the publication of their financial year 2025 reports. Therefore, it remains uncertain, especially considering the ongoing infringement proceedings, whether the Dutch government will maintain its intention to delay the CSRD implementation pending the outcome of the Omnibus at the EU level.

Additionally, opinions on the CSRD among Dutch political parties are divided. Two of the largest parties, the liberal party (VVD) and the freedom party (PVV), are respectively calling for a total repeal of the CSRD and a long-term pause on its implementation due to geopolitical risks. Conversely, other large political parties, such as GroenLinks-PvdA and NSC, have expressed concern regarding the attenuation of the CSRD.[48]

4.2. Other Sustainability Reporting Legislation

Even without the implementation of the CSRD, sustainability reporting requirements still apply in the Netherlands. Under Dutch law, the minimum ESG disclosure requirements are primarily focused on NFRD topics, along with a DEI policy requirement for board and managerial positions and compliance with the EU Taxonomy Regulation. However, the Dutch Corporate Governance Code (***DCGC***) recommends additional ESG disclosure. This emphasis on ESG disclosure follows updates having been made to the DCGC in anticipation of the CSRD.

Although the DCGC operates on a "comply or explain" basis and is not strictly binding, it is widely adhered to by Dutch listed companies. As a result, even in the absence of the CSRD, Dutch listed companies are generally expected to continue to make ESG-related disclosures to avoid being outliers in the market and facing associated reputational risks.

Recently, a new monitoring committee for the DCGC was appointed. The Corporate Governance Code Monitoring Committee's role is to ensure the DCGC remains relevant and effective.[49] Consequently, it is expected that the Corporate Governance Code Monitoring Committee will likely update the DCGC to align with the new (mitigated) CSRD requirements, ensuring that Dutch listed companies continue to meet evolving ESG standards.

4.3. Role of the Regulator

Despite the ongoing developments and stop-start progress at EU and Dutch level, the Netherlands Authority for the Financial Markets (*Stichting Autoriteit Financiële Markten*) (the ***AFM***) has consistently supported the implementation of the CSRD.[50] In its latest press release following the Omnibus proposal, the AFM reiterated the need for listed companies and audit firms to remain committed to reliable and transparent sustainability reporting, despite the CSRD not yet being implemented into Dutch national legislation. The AFM emphasised the importance of transparency and reliability in sustainabil-

46. European Commission, *Infringement decisions - Commission takes action to ensure complete and timely transposition of EU directives*, 26 September 2024, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/inf_24_4661/INF_24_4661_EN.pdf.
47. Ministry of Finance, letter to Parliament regarding the implications of the first Omnibus Package for the implementation of the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), 4 March 2025, Dutch Government, https://open.overheid.nl/documenten/2567a2a9-7589-480a-8b98-86d17f22c28a/file.
48. 2025D15616, p.2-6, *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4012, p. 9.
49. The new Monitoring Committee for the Dutch Corporate Governance Code was appointed on 17 March 2025. See: Monitoring Commissie Corporate Governance, *The Dutch Corporate Governance Code 2025*, 28 April 2025, https://www.mccg.nl/actueel/nieuws/2025/04/25/the-dutch-corporate-governance-code-2025.
50. The AFM has supported the implementation of the CSRD on various occasions, emphasising the importance of sustainability reporting and offering guidance on its application. See: AFM, *No time to lose: companies must prepare for CSRD*, 19 December 2023, https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2023/december/no-time-to-lose; AFM, *Transparent net-zero targets require courage*, 7 February 2024, https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2024/februari/netzerodoelstellingen; AFM, *Ten waypoints for CSRD – Double Materiality*, 4 July 2024, https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2024/juli/tien-navigatiepunten-csrd; AFM, *CSRD enhances sustainability information beyond annual reporting*, AFM Market Watch 12, 10 December 2024, https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2024/december/csrd-buiten-jaarverslaggeving; and AFM, *Omnibus proposal limits CSRD obligations, AFM maintains phased implementation approach*, 11 March 2025, https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2025/mrt/omnibusvoorstel-csrd.

ity reporting, advocating the retention of double materiality for Wave 1 Companies and the streamlining of reporting requirements.[51]

Furthermore, the AFM announced that it will review the 2024 sustainability reports of large listed companies, with a particular focus on double-materiality analyses and information regarding the impact, risks and opportunities faced by these companies. The findings from these reviews will not result in enforcement measures, except in cases of blatant violations. Instead, the AFM is adopting a cooperative approach, encouraging firms and auditors to improve their preparations for the CSRD.[52]

4.4. Market expectations

Despite the CSRD not being applicable in the Netherlands and a number of other Member States yet, market practice indicates that many companies in the EU are filing CSRD-compliant reports. PwC noted for instance that of the 100 reports they reviewed, nearly 90% are from companies in five European countries, three of which (Germany, Spain and the Netherlands) had not yet transposed the CSRD into law.[53] According to Eumedion, in the Netherlands, all but one large listed company published a CSRD-compliant report, with one other large listed company publishing a CSRD-compliant report which was not accompanied by an accountant statement.[54] This development will undoubtedly shape market expectations, which in turn is expected to be a push factor for issuers to publish CSRD-compliant reports.

It will be interesting to observe whether, in light of the Omnibus and the continued postponement of the CSRD implementation in the Netherlands, any listed issuers elect to forsake or reduce their sustainability reporting efforts. However, given the AFM's strong call to maintain robust sustainability reporting, we generally do not anticipate this outcome.

5. Issuers with a US nexus

Finally, attention should be given to the impact of the Omnibus on issuers with a US nexus. Issuers with a US nexus, including those listed on US stock exchanges, are grappling with the regulatory complexity of diverging policy stances on sustainability (reporting) between the EU and US. This challenge is all the more relevant as they address the current US administration's ESG sentiment, which includes various executive orders against DEI,[55] and the SEC's new guidance that has the effect of limiting the scope of certain shareholder proposals, including ESG-related shareholder proposals.[56] In this context, the Omnibus may provide some level of relief for those issuers.

For these issuers, one potential route mitigating (though not entirely eliminating) the risks associated with diverging sustainability reporting standards and approaches, is through extending the Subsidiary Exemption to listed subsidiaries.

In theory, an EU parent company could prepare and publish the sustainability report for its entire group which includes an issuer with a US listing, thereby exempting a US listed issuer from independently preparing its own sustainability report, and possibly filing it with the SEC. However, this exemption would only apply to listed companies with parent companies, likely benefiting a limited scope of companies and also taking into account that the US listed company's sustainability information would be included in the parent company's sustainability report (albeit not independently published by the US listed entity).

6. Conclusion

Navigating the public eye in light of the evolving disclosure regimes is becoming increasingly complex for capital market participants, especially those with a cross-border presence. Amongst other tricky issues, there is a complex landscape of heightened public scrutiny on diversity, executive orders in the US on DEI and both greenwashing and greenhushing considerations. Legal counsels will be called upon to address these issues, often requiring C-level decisions on previously straightforward matters, with no perfect or clear-cut solutions. Adding to these challenges, just as market participants and

51. AFM, *Omnibus proposal limits CSRD obligations, AFM maintains phased implementation approach*, 11 March 2025, https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2025/mrt/omnibusvoorstel-csrd.
52. AFM, *Omnibus proposal CSRD*, 2025.
53. PwC, *Initial CSRD insights: Key takeaways for companies preparing for the Corporate Sustainability Reporting Directive*, 28 March 2025, https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/sustainability-compliance-to-reinvention/corporate-sustainability-reporting-directive/initial-csrd-insights.html.
54. Eumedion, *Newsletter March 2025*, https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/NIEUWSBRIEF-2025-03.pdf?v=250331104845.
55. The White House, *Ending Radical and Wasteful Government DEI Programs and Preferencing*, 20 januari 2025, https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/ending-radical-and-wasteful-government-dei-programs-and-preferencing/.
56. SEC, *Staff Legal Bulletin No. 14M*, 12 February 2025, which imposes restrictions on certain (ESG-related) shareholder proposals, particularly those that are deemed to undermine the autonomy of the board of directors. It is noteworthy that a proposal for shareholders to vote on the sustainability report of Dutch companies was rejected during the Dutch legislative process. The Dutch legislator emphasised that the approval of sustainability reporting by the general meeting "requires a more careful consideration to ensure it fits within the careful distribution of powers among the various corporate bodies". For further reference, see *Kamerstukken II* 2023/34, 26485, nr. 437, p. 59 and E.J. Breuking, 'Nieuwe guidance over de Amerikaanse Shareholder Proposal Rule', *ESG Review* 2025/4, p. 112–118.

their advisers had begun to get to grips with the CSRD, the Omnibus proposal is looking to rewrite it significantly, requiring an updated analysis of the rules and scope of required disclosure.

The Omnibus marks a significant shift in previously enacted ESG disclosure legislation. It aims to streamline sustainability reporting and due diligence, reducing compliance burdens while maintaining policy objectives to support the European Green Deal through: (i) the Stop-the-Clock Directive (delaying the application of the CSRD for Wave 2 and Wave 3 Companies by two years, but not currently addressing Wave 1 Companies); and (ii) the Content Directive (which envisages substantial amendments to the CSRD, including revised thresholds for company reporting, the elimination of sector-specific standards, the introduction of a value chain cap, revising the ESRS to reduce reporting burdens, and modifying audit requirements to retain limited assurance while eliminating future reasonable assurance standards).

The implementation of the CSRD has been delayed in the Netherlands (amongst other Member States), with ongoing discussions about aligning national legislation with the Omnibus. Despite this, a high number of listed companies in the Netherlands chose to adhere to CSRD standards in their recent annual reports, likely due to market expectations and regulatory encouragement from the AFM.

For issuers with a US nexus, the Omnibus may offer some relief from the complexities of diverging EU and US sustainability reporting standards. However, this relief may be of less assistance in practice.

Overall, these developments reflect a broader effort to balance regulatory compliance with competitiveness and sustainability goals in the European Union. It's not an easy task, and ultimately, the outcome will depend entirely on the co-legislators. We'll be watching closely to see how this unfolds.

De Savings and Investment Union en de kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie

mr. I. van der Klooster en prof. mr. K.W.H. Broekhuizen[1]

De geopolitieke verschuivingen en de toenemende behoefte aan grootschalige investeringen in de EU creëren een nieuw momentum voor het verder versterken en integreren van de Europese kapitaalmarkten. De Europese Commissie wil een *Savings and Investment Union* tot stand laten komen. Het onlangs gepubliceerde initiatief bouwt voort op de vooruitgang die al is geboekt in het kader van de actieplannen voor de kapitaalmarktunie. Vrijwel tegelijkertijd werd de inzet van het Nederlandse kabinet voor de kapitaalmarktunie bekendgemaakt. Het kabinet wil druk zetten op het verder versterken en integreren van de kapitaalmarkten in de EU. Dit artikel neemt beide initiatieven onder de loep.

1. Inleiding

"Heinen wil Europa van 'doodlopende weg' afhalen met kapitaalmarktunie."[2] Kernachtig illustreert deze kop boven een interview met de Minister van Financiën dat het verder versterken en integreren van de kapitaalmarkten in de Europese Unie (EU) een complex en langdurig proces is. Zowel het Nederlandse kabinet als de Europese Commissie publiceerden onlangs initiatieven die richting moeten geven aan de verdere ontwikkeling van de kapitaalmarkten en vaart moeten zetten achter de maatregelen die hiervoor nodig zijn. Op 17 maart 2025 presenteerde de Minister van Financiën de inzet van het kabinet voor een Europese kapitaalmarktunie.[3] Hieruit blijkt dat het kabinet ambitieuze stappen wil zetten om voortgang te maken met de kapitaalmarktunie. De kabinetsinzet ging twee dagen vooraf aan de plannen van de Europese Commissie voor de *Savings and Investment Union*.[4] Dit initiatief moet ervoor zorgen dat particulier spaargeld[5] en institutioneel kapitaal effectiever worden aangewend voor productieve investeringen in de EU en tegelijkertijd bedrijven betere toegang tot financiering bieden.[6] Hiervoor is van belang dat kapitaalmarkten goed functioneren. In deze eerste editie van het *Tijdschrift voor Kapitaalmarktenrecht* nemen wij beide initiatieven onder de loep. Na een korte terugblik bespreken wij op hoofdlijnen het initiatief van de Europese Commissie voor de *Savings and Investment Union* en hoe zich dit verhoudt tot de kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie. Onze indruk is dat de Europese Commissie fundamentele hervormingen waarmee echt vooruitgang kan worden geboekt, voor zich uitschuift. De Nederlandse inzet voor de kapitaalmarktunie toont aan dat het kabinet druk wil zetten op het verder versterken en integreren van de kapitaalmarkten, eventueel via (intergouvernementele) samenwerking[7] of in *enhanced cooperation* met gelijkgestemde lidstaten.[8]

1. Ingrid van der Klooster is senior professional support lawyer bij Stibbe te Amsterdam en wetenschappelijk docent en onderzoeker bij Erasmus School of Law. Kleis Broekhuizen is advocaat bij Keijser Van der Velden en hoogleraar Recht & Regulering Financiële Markten aan Erasmus School of Law. Beiden zijn verbonden aan het International Center for Financial law & Governance (ICFG) en redacteur van dit tijdschrift.
2. *Het Financieele Dagblad* 24 oktober 2024.
3. *Kamerstukken II* 2024/25, 21501-07, nr. 2099 (hierna: kabinetsinzet 2025)
4. European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee of the Regions. Savings and Investments Union. A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, 19 maart 2025, COM(2025) 124 final (hierna: SIU 2025).
5. Europese burgers hebben gezamenlijk zo'n € 10.000 miljard aan spaargeld op bankdeposito's (SIU 2025, p. 2-3).
6. SIU 2025, p. 2.
7. Bijlage bij *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4043, p. 2 (Beslisnota, Eerste appreciatie mededeling Europese Commissie over de Spaar- en Investeringsunie).
8. *Kamerstukken II* 2023/24, 21501-07, nr. 2036, p. 6 (Verslag van een schriftelijk overleg over o.a. de Geannoteerde agenda van de Eurogroep en Ecofinraad van 13 en 14 mei 2024).

2. Een korte terugblik op de actieplannen voor de Europese kapitaalmarktunie[9]

Tien jaar geleden publiceerde de toenmalige Europese Commissie (Commissie Juncker) een actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie.[10] Het actieplan markeert één van de belangrijkste beleidsdoelstellingen van de Europese Commissie: goed functionerende en geïntegreerde kapitaalmarkten. Dit is van belang voor economische groei, werkgelegenheid, financiële stabiliteit en strategische autonomie.[11] Het actieplan van 2015 beoogde een volledig geïntegreerde kapitaalmarkt tot stand te brengen. Om de doelstelling te bereiken bevatte het actieplan tal van wetgevingsinitiatieven en andere maatregelen. In de jaren daarna werd het actieplan uitgebreid met nieuwe maatregelen en acties,[12] terwijl in 2020 door de Europese Commissie (Commissie Von der Leyen I) een nieuw actieplan werd gepubliceerd waarin de doelstellingen van de kapitaalmarktunie werden aangescherpt en de acties uitgebreid.[13]

De wetgevingsinitiatieven in de actieplannen van de Europese Commissie[14] hebben betrekking op kernonderdelen van het kapitaalmarktenrecht, zoals het prospectus- en marktmisbruikregime, maar strekken zich ook uit tot andere regelgeving zoals prudentiële wetgeving voor banken en verzekeraars. Verder zijn het *Sustainable Finance Action Plan*[15], de *Digital Finance Strategy*[16] en de *Retail Investment Strategy*[17] eveneens onder de paraplu van de kapitaalmarktunie tot stand gekomen. Daarnaast bevatten de actieplannen voor de kapitaalmarktunie ook flankerende maatregelen op het terrein van (bepaalde onderdelen van) insolventie-, belasting- en pensioenwetgeving.

Het is evident dat het streven naar goed functionerende en geïntegreerde Europese kapitaalmarkten een belangrijke doelstelling is van de EU. Vrij verkeer van kapitaal is onderdeel van het Verdrag van Rome[18] en sinds het Verdrag van Maastricht[19] een fundamentele pijler van de EU.[20] In het rapport van Claudio Segré uit 1966 – dat in feite het eerste actieplan voor de kapitaalmarktunie was – werd het belang van geïntegreerde kapitaalmarkten voor economische groei en stabiliteit onderstreept.[21]

Hoewel de doelstellingen van de actieplannen over het algemeen door de EU-lidstaten worden onderschreven en de actieplannen hebben geleid tot vele regels en maatregelen, is het einddoel van een volledig geïntegreerde Europese kapitaalmarkt (nog) niet bereikt. Uit verschillende Europese en nationale onderzoeken blijkt dat hiervoor verschillende redenen bestaan.[22] In een recent onderzoek dat in opdracht

9. Zie nader C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht (Deel I), Den Haag: Boom Juridisch 2022, p. 103-120, D. Busch, E. Avgouleas & G. Ferrarini (red.), Capital Markets Union in Europe, Oxford: Oxford University Press 2018, J.C. Barnard, D. Busch & L.J. Silverentand (red.), Lustrumbundel 2017 Vereniging voor Financieel Recht. Een kapitaalmarktunie voor Europa (Serie Van der Heijden Instituut nr. 146), Deventer: Wolters Kluwer 2017, D. Busch, Een kapitaalmarktunie voor een verdeeld Europa, *Ondernemingsrecht* 2017/12, D. Busch, Kroniek financieel recht, *NJB* 2019/834, D. Busch, Kroniek financieel recht. Financieel recht in onzekere tijden, *NJB* 2021/1218 en D. Busch & C.W.M. Lieverse, Kroniek van het financieel recht. Schuivende panelen in Europa: minder duurzaamheid, meer geopolitiek?, *NJB* 2024/2131.
10. European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, 30 september 2015, COM(2015) 468 final (hierna: Actieplan CMU 2015).
11. Het belang van goed functionerende en geïntegreerde kapitaalmarkten voor de strategische autonomie van de EU wordt nog niet benadrukt in het Actieplan CMU 2015, wel in het initiatief voor de *Savings and Investment Union*.
12. European Commission (2016), *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Capital Markets Union – Accelerating Reform*, 14 september 2016, COM(2016) 601 final (deze mededeling werd gepubliceerd na de uitslag van het Brexit-referenderum) en European Commission (2017), *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, 8 juni 2027, COM(2017) 292 final.
13. European Commission (2020), *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan*, 24 september 2020, COM(2020) 590 final. (hierna: Actieplan CMU 2020).
14. Zie voor een beknopt overzicht, E.P.M. Joosen en M.W. Wallinga (Universiteit Leiden), *Factsheet* Spaar- en Investeringsunie, 8 mei 2025: https://parlementenwetenschap.nl/wp-content/uploads/2025/05/250508_Factsheet_Spaar-_en_investeringsunie_Joosen_Wallinga.pdf.
15. European Commission, *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 maart 2018, COM(2018) 97 final.
16. European Commission, *Communication from the European Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Digital Finance Strategy*, 24 september 2020, COM(2020) 591 final.
17. European Commission, *Capital Markets Union: Commission proposes new rules to protect and empower retail investors in the EU*, 24 mei 2023: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2868.
18. Het Verdrag van Rome kwam tot stand in 1957 en bevat vier fundamentele vrijheden: 1. Vrij verkeer van goederen, 2. Vrij verkeer van personen, 3. Vrij verkeer van diensten en 4. Vrij verkeer van kapitaal.
19. Het Verdrag van Maastricht kwam tot stand in 1992. In art. 63 VWEU (art. 56 VEG) is opgenomen dat in het kader van de bepalingen van hoofdstuk 4 van het verdrag alle beperkingen van het kapitaalverkeer tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen is verboden.
20. Art. 63 EU Verdrag betreffende de werking van de EU.
21. European Economic Community Commission, *The Development of a European Capital market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, november 1966 (Segré-rapport).
22. Zie onder meer ECB, 'Capital markets union: a deep dive' Occasional Paper Series No 369, mei 2025 (hierna: ECB 2025), IMF (2019), 'A capital market union for Europe', 10 september 2019, High Level Forum on the Capital Markets Union (2020), 'A new Vision for Europe's capital markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union', 10 juni 2020.

van de Tweede Kamer is verricht[23] worden drie barrières genoemd die in de weg staan aan de verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktunie[24]:

1. "De Europese Commissie is afhankelijk van de lidstaten om kapitaalmarkten aan te pakken. De beleidsterreinen voor de kapitaalmarktunie waarop veel vooruitgang 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 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[25] ontbreekt het de kapitaalmarktunie aan momentum."[26]

3. Aanleiding voor de savings and investment union

Recente ontwikkelingen onderstrepen de noodzaak tot verdere verdieping en integratie van de Europese kapitaalmarkten. De geopolitieke verschuivingen,[27] de duurzaamheids- en digitale transitie en demografische uitdagingen[28] vragen om grootschalige private investeringen. Het rapport van Mario Draghi raamt de additionele investeringsbehoefte op minimaal € 750 à € 800 miljard per jaar tot 2030,[29] een bedrag dat nog verder oploopt door de stijgende defensie-uitgaven.[30] Deze investeringen kunnen gestimuleerd worden door beter ontwikkelde en geïntegreerde kapitaalmarkten. Ook dragen goed functionerende kapitaalmarkten bij aan de internationale positie van de euro.[31] Zowel Mario Draghi als Enrico Letta benadrukten in hun veelbesproken rapporten het belang van het verder versterken en integreren van de kapitaalmarkten voor het bevorderen van het Europese economische concurrentievermogen en een sterke Europese interne markt.[32]

Aangevuurd door de rapporten van Draghi en Letta publiceerde de Europese Commissie (Commissie Von der Leyen II) op 19 maart 2025 haar initiatief voor de *Savings and Investment Union*.[33] Net als de eerdere actieplannen voor de kapitaalmarktunie[34] moet het initiatief bijdragen aan het mobiliseren van privaat kapitaal in de EU en het aantrekken van kapitaal buiten de EU.[35] De Europese Commissie wil onder meer dat het spaargeld van Europese burgers[36] en institutioneel kapitaal effectiever worden aangewend voor de noodzakelijk geachte investeringen in de EU en tegelijkertijd bedrijven betere toegang tot financiering bieden.[37] Het spreekt vanzelf dat goed functionerende kapitaalmarkten hiervoor belangrijk zijn. De Europese Commissie wil met haar initiatief stappen zetten om de kapitaalmarkten te versterken en barrières die hiervoor in de weg staan wegnemen. Het initiatief voor de *Savings and Investment Union* bouwt voort op de vooruitgang die al is geboekt in

23. Het onderzoek is een uitvoering van de motie Slootweg en Grinwis van 9 maart 2023 (*Kamerstukken II* 2023/24, 21501-20, nr. 3931). Zie ook de reactie van de Minister van Financiën op het onderzoek: Kamerbrief van 22 april 2024 (*Kamerstukken II* 2023/24, 22112, nr. 3931).
24. Instituut voor Publieke Economie (IPE), 'Naar een Europese Kapitaalmarktunie, Barrières voor de verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten' , 29 januari 2024, p. 19-20.
25. Hierbij kan de vraag worden gesteld in hoeverre de bankenunie vergelijkbaar is met de kapitaalmarktunie. Zie onder meer B. Bierman in: 'Verhouding Capital Markets Union en Banking Union: onvergelijkbare unies', in J.C. Barnard, D. Busch & L.J. Silverentand (red.), *Lustrumbundel 2017 Vereniging voor Financieel Recht. Een kapitaalmarktunie voor Europa* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 146), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 11-20.
26. De IPE-onderzoekers adviseren de Tweede Kamer om het kabinet te bewegen tot een voortrekkersrol. Vanuit een voortrekkersrol zou Nederland de ontwikkeling en integratie van kapitaalmarkten verder kunnen aanjagen. Een andere aanbeveling van de onderzoekers is dat de Tweede Kamer samen met het kabinet Nederlandse doelen formuleert en opneemt in een eigen actieprogramma.
27. Zie ook de 'ReArm Europe' brief van Ursula von der Leyen waarin zij het belang benadrukt van het voltooien van de kapitaalmarktunie: Europese Commissie, 'Press statement by President von der Leyen on the defence package', 4 maart 2025: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/nl/ip_25_684. Zie ook het persbericht waarin Von der Leyen het belang benadrukt van het aantrekken van privaat kapitaal voor defensie ("ReArm Europe-plan") d.d. 4 maart 2025: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/el/statement_25_673/STATEMENT_25_673_EN.pdf.
28. Een voorbeeld van een demografische uitdaging is de vergrijzing van de bevolking in de EU. Tegen 2050 zal het aandeel 65-plussers ongeveer 30% bedragen. Zie European Commission, *The impact of Demographic Change in a changing environment*, januari 2023
29. M. Draghi, *The future of European Competitiveness*, 9 september 2024, p. 63 (hierna: Draghi 2024).
30. SIU 2025, p. 2.
31. Zie bijvoorbeeld: 'Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union', 7 maart 2024: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307~76c2ab2747.en.html.
32. Draghi 2024 en E. Letta, *Much more than a market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future for all EU Citizins*, 10 april 2024 (hierna: Letta 2024). Letta pleit in zijn rapport voor het ontwikkelen van een *Savings and Investment Union* als vervolgstap voor de kapitaalmarktunie.
33. SIU 2025. Zie ook: European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A Competitiveness Compass for the EU*, 29 januari 2025, COM(2025) 30 final (hierna: Competitiveness Compass for the EU 2025).
34. Vgl. Actieplan CMU 2015 en Actieplan CMU 2020.
35. Zie ook C.W.M. Lieverse, 'Van CMU naar SIU: de Europese kapitaalmarkt en het prospectusregime in beweging', *Ondernemingsrecht* 2025/53.
36. Europese burgers hebben gezamenlijk zo'n € 10.000 miljard aan spaargeld op bankdeposito's (SIU 2025, p. 2-3).
37. SIU 2025, p. 2.

het kader van de actieplannen voor de kapitaalmarktunie.[38]

Met de naam *Savings and Investment Union* wil de Europese Commissie onderstrepen dat goed functionerende kapitaalmarkten niet alleen de financiële sector ten goede komen, maar ook particuliere spaarders in staat stellen hun spaargeld beter te laten renderen, terwijl de financieringsmogelijkheden voor bedrijven - waaronder *start-ups* en *scale-ups* – worden verruimd. Het initiatief heeft een holistische benadering, waarbij verschillende beleidsterreinen in samenhang worden aangepakt. Dit betekent dat het initiatief – overigens net als de eerdere actieplannen voor de kapitaalmarktunie – niet alleen betrekking heeft op het versterken van de kapitaalmarkten, maar ook op maatregelen die (indirect) bijdragen aan het voltooien van de bankenunie en acties op het gebied van onder meer pensioenen.

Het initiatief voor de *Savings and Investment Union* kondigt dan ook een breed pakket aan van wetgevende en niet-wetgevende beleidsmaatregelen die verdeeld zijn over vijf thema's: (1) burgers en spaargeld, (2) investeringen en financiering, (3) integratie en schaal, (4) efficiënt en geharmoniseerd toezicht, en (5) voltooiing van de bankenunie[39].[40] Veel van deze beleidsmaatregelen sluiten aan op maatregelen die al eerder zijn genomen of aangekondigd in het kader van de actieplannen voor de kapitaalmarktunie (zie par. 5).

4. Aanleiding voor de Nederlandse kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie

Voor het versterken en integreren van de Europese kapitaalmarkten zijn veel maatregelen nodig, waaronder fundamentele aanpassingen die leiden tot meer convergentie en centralisatie van toezicht op de kapitaalmarkten en harmonisatie van onderdelen van het insolventierecht, ondernemingsrecht en belastingrecht.[41] Lidstaten zullen veelal (complexe) belangenafwegingen moeten maken tussen enerzijds deze fundamentele hervormingen en anderzijds nationale en sectorale belangen. Ook het Nederlands kabinet zal politieke keuzes moeten maken. De Tweede Kamer heeft, door de aangenomen motie Dassen c.s., de regering opgeroepen om stappen te zetten voor de voortgang van de kapitaalmarktunie met gelijkgestemde lidstaten.[42] Mede naar aanleiding van deze oproep beschrijft de Minister van Financiën, mede namens de Minister van Economische Zaken, in een Kamerbrief de inzet van het kabinet voor het versterken van de kapitaalmarktunie.[43]

De kabinetsinzet voor de Europese kapitaalmarktunie bevat maatregelen die verdeeld zijn over drie pijlers: (1) Sterker Europees toezicht op de kapitaalmarkt, (2) Meer en divers aanbod van kapitaal voor financiering van bedrijven, en (3) Eenduidige regels in EU voor een optimale werking van de interne markt (par. 5).[44] Het kabinet benadrukt dat voor elk van deze pijlers geldt dat zij elkaar onderling moeten versterken.[45] Dat is van belang om de impact van de stappen die het kabinet wil zetten, nog groter te maken.

Hoewel de Nederlandse regering zich al langere tijd inzet voor de ontwikkeling van de kapitaalmarktunie en daarbij samen met een aantal andere lidstaten een voortrekkersrol heeft,[46] wil het kabinet verdergaande stappen zetten dan Nederland tot nu toe heeft gedaan. De minister ziet ook kansen om te verkennen of op deelterreinen samenwerking met gelijkgestemde lidstaten mogelijk is, bijvoorbeeld door (intergouvernementele) samenwerking[47] (par. 5.1.1) of in *enhanced cooperation*.[48] Dit sluit aan bij eerdere uitlatingen van de Franse president Macron die de kapitaalmarktunie ook zonodig in *enhanced cooperation* verder wil brengen.[49] Ook de Europese Centrale Bank (ECB) ziet in haar *deep dive* over de kapitaalmarktunie deze vorm van samenwerking als één van de mogelijkheden om vooruitgang te boeken met het versterken en integreren van de Europese kapitaalmarkten.[50]

Enhanced cooperation is een institutionele vorm van een nauwere samenwerking tussen lidstaten die is toegestaan op grond van de EU-verdragen, mits ten minste negen lidstaten deelnemen en het doel van de samenwerking niet binnen een redelijke termijn

38. SIU 2025, p. 4. Het initiatief bouwt overigens ook voort op de parallele inspanningen van de Commissie om de bankenunie te voltooien.
39. Deze maatregelen voor de voltooiing van de bankenunie worden niet genoemd in SIU 2025, maar wel in de *factsheet* over de Savings and Investement Union: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/savings-and-investments-union/factsheet-savings-and-investments-union_en. In deze bijdrage bespreken wij niet de aangekondigde maatregelen voor het voltooien van de bankenunie.
40. Verschillende beleidsmaatregelen werden al aangekondigd in het Competitiveness Compass for the EU 2025.
41. SIU 2025, p. 4.
42. *Kamerstukken II* 2024/25, 21501-20, nr. 2112.
43. Kabinetsinzet 2025.
44. Deze pijlers zijn ook opgenomen in de Visie op de financiële sector 2025, die de Minister van Financiën publiceerde op 20 januari 2025 (*Kamerstukken II* 2024/25, 32013, nr. 302, p. 5).
45. Kabinetsinzet 2025, p. 4.
46. Zie bijvoorbeeld het interim rapport van de Next CMU High-Level Group dat tot stand kwam op initiatief van de Ministers van Financiën van Duitsland, Frankrijk en Nederland: Interim Report for Ministers, Next CMU High-Level Group, 31 July 2019. Zie ook *Kamerstukken* II 2018/19, 22112, nr. 2798.
47. Bijlage bij *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4043, p. 2 (Beslisnota, Eerste appreciatie mededeling Europese Commissie over de Spaar- en Investeringsunie, 20 maart 2025).
48. *Kamerstukken II* 2023/24, 21501-07, nr, 2036, p. 6 (Verslag van een schriftelijk overleg over onder andere de geannoteerde agenda van de Eurogroep en Ecofinraad van 13 en 14 mei 2024).
49. 'Macron's EU capital markets dream lies in tatters', *Politico* 21 March 2024.
50. ECB 2025. Zie ook Letta 2024, p. 123.

door de EU als geheel kan worden gerealiseerd.[51] *Enhanced cooperation* biedt de mogelijkheid voor deelnemende lidstaten om wet- en regelgeving te harmoniseren op rechtsgebieden waar het bereiken van voortgang lastig is, zonder dat alle lidstaten (tegelijkertijd) hoeven deel te nemen. Lidstaten die aanvankelijk niet deelnemen, kunnen zich later aansluiten bij de groep lidstaten die het voortouw hebben genomen (*opt-in*) (par. 5.4.3).

5. Een beknopte vergelijking tussen het initiatief voor de savings and investment union en de Nederlandse kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie

In deze paragraaf bespreken wij capita selecta van de beleidsmaatregelen in het initiatief voor de *Savings and Investment Union*, waarbij een beknopte vergelijking wordt gemaakt met de kabinetsinzet voor de kapitaalmarktunie.[52] Voorafgaand aan het bespreken van de beleidsmaatregelen, merken wij op dat de thema's van het initiatief grotendeels overeenkomen met de drie pijlers van de kabinetsinzet. Wij hebben ervoor gekozen om bij het bespreken van de beleidsmaatregelen de thematische indeling van de Europese Commissie te hanteren. Verder is van belang dat de aangekondigde maatregelen in het initiatief van de Europese Commissie en de kabinetsinzet veelal nog moeten worden uitgewerkt in concrete (wetgevings)voorstellen en andere initiatieven.[53] In hoeverre de voornemens van de Europese Commissie en het kabinet daadwerkelijk tot stand zullen komen, moet worden afgewacht.

5.1. Burgers en spaargeld

Het eerste thema van het initiatief voor de *Savings and Investment Union* richt zich op het stimuleren van particulieren om meer in de EU te beleggen in plaats van te sparen. Daarnaast wil de Europese Commissie nationale (bedrijfs)pensioenstelsels verder ontwikkelen om het pensioenvermogen in de EU te vergroten.

5.1.1. *Mobiliseren van privaat spaargeld*

De Europese Commissie wil via wetgeving of aanbevelingen een raamwerk ontwikkelen voor Europese spaar- en beleggingsrekeningen. Dit moet lidstaten de mogelijkheid geven om specifieke rekeningen of producten aan te wijzen waarop nationale fiscale voordelen van toepassing zijn. Het doel is om particuliere beleggers te stimuleren meer te sparen en te beleggen in de EU.

Deze maatregel sluit aan bij de Nederlandse kabinetsinzet en een initiatief dat door Nederland wordt uitgewerkt in samenwerking met zeven gelijkgestemde lidstaten[54].[55] Nederland heeft samen met deze lidstaten bijgedragen aan de ontwikkeling van een Europees beleggingslabel: '*Finance Europe*'. Het beleggingslabel moet investeringen in Europese ondernemingen stimuleren door consumenten meer mogelijkheden te bieden om in de Europese economie te beleggen en daardoor het rendement op hun vermogen te vergroten.[56] De Europese Commissie lijkt ruimte te laten voor de stappen die deze kopgroep wil zetten door in het midden te laten of zij met een wetgevend voorstel komt.

De lidstaten hebben in een intentieverklaring de minimale voorwaarden vastgesteld waaraan beleggingsrekeningen en -producten moeten voldoen om het *Finance Europe*-label te mogen voeren. Zo moeten rekeningen of producten met dit beleggingslabel (i) ten minste 70% van het belegde vermogen investeren in de EER en (ii) gericht zijn op langetermijnbeleggingen door consumenten. De lidstaten zullen op nationaal niveau wetgeving moeten opstellen om het label te faciliteren. Daarbij zullen de deelnemende lidstaten onderzoeken of, en zo ja op welke wijze, het label kan worden voorzien van een gunstige fiscale behandeling. De uiteindelijke besluitvorming over eventuele fiscale prikkels en de concrete vormgeving daarvan, blijft de verantwoordelijkheid van de afzonderlijke lidstaten zelf. De intentie van de lidstaten is vastgelegd in een (niet-bindend) *memorandum of understanding* dat voorziet in een *opt-in* mogelijkheid. Hierdoor kunnen ook andere lidstaten zich aansluiten bij deze samenwerking.

51. Overeenkomstig art. 20 lid 2 VEU wordt het besluit houdende machtiging om nauwere samenwerking aan te gaan in laatste instantie vastgesteld door de Raad, wanneer deze constateert dat de met de nauwere samenwerking nagestreefde doelstellingen niet binnen een redelijke termijn door de Unie in haar geheel kunnen worden verwezenlijkt en mits ten minste negen lidstaten aan de nauwere samenwerking deelnemen.
52. Vanwege de veelheid aan wetgevende en niet-wetgevende maatregelen die worden aangekondigd, hebben wij vanzelfsprekend een selectie moeten maken.
53. In het factsheet over de SIU is een samenvatting van het tijdpad opgenomen: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/savings-and-investments-union/factsheet-savings-and-investments-union_en. Zie ook European Commission, 'Targeted consultation on integration of EU Capital Markets', 15 april 2025. Zie hierover N. Lemmers, 'Het debat over "Addressable liquidity" in Europa: Hoe diep is de Europese kapitaalmarkt', *FR* 2025, nr. 6, p. 141-147.
54. Frankrijk, Duitsland, Spanje, Luxemburg, Estland, Portugal en Polen.
55. Ministerie van Financiën, Aanbiedingsbrief bij geannoteerde agenda Eurogroep en Ecofinraad 19 en 20 juni 2025 en jaarveraderingen EIB en ESM inclusief bijlagen: https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2025/06/06/aanbieding-geannoteerde-agenda-eurogroep-en-ecofinraad-juni-2025.
56. Het initiatief van de lidstaten vloeit voort uit de zogenoemde *European Competitiveness Labs*. De labs hebben als doel om met gelijkgestemde lidstaten via verschillende deelprojecten bij te dragen aan de ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten. Zie *Kamerstukken II* 2023/24, 21507-07, nr. 2036, p. 6 (Verslag van een schriftelijk overleg over o.a. de Geannoteerde agenda van de Eurogroep en Econfinraad van 13 en 14 mei 2024).

Binnen dit thema hebben de Europese Commissie en het Nederlands kabinet ook aandacht voor de financiële geletterdheid van retailbeleggers.[57] De Europese Commissie wil hiervoor een strategie ontwikkelen. De strategie en de eerdergenoemde maatregelen zullen in het derde kwartaal van 2025 worden gepubliceerd.

5.1.2. Ontwikkelen van nationale meerpijlerpensioenstelsels

Verder wil de Europese Commissie dat meer lidstaten nationale meerpijlerpensioenstelsels ontwikkelen om de omvang van het pensioenvermogen in de EU te vergroten.[58] De Europese Commissie zal in het vierde kwartaal van 2025 met aanbevelingen komen voor de implementatie van *best practices* voor het bevorderen van automatische aansluiting bij bedrijfspensioenregelingen[59] en het ontwikkelen van pensioenvolgsystemen (waarin burgers zelf hun pensioendata kunnen inzien) en pensioendashboards (voor inzicht in de pensioenregelingen van alle pensioenfondsen). Verder kondigt de Europese Commissie een herziening aan van de IORP II-richtlijn[60] en de PEPP-verordening[61] ter verbetering van het aanbod aan aanvullende pensioenproducten.

Het kabinet heeft ook aandacht voor de ontwikkeling van nationale (bedrijfs)pensioenstelsels. Het kabinet licht toe dat Nederland, Denemarken en Zweden samen 62% van het pensioenvermogen in de EU bezitten. Als meer lidstaten pensioenstelsels ontwikkelen en pensioenvermogen opbouwen, wordt het langetermijnkapitaal in de EU vergroot, wat bijdraagt aan het versterken van de Europese kapitaalmarkten. Tegelijkertijd draagt het vergroten van het pensioenvermogen bij aan de financiële weerbaarheid van burgers. Het kabinet wil de ontwikkeling van deze pensioenstelsels door andere lidstaten ondersteunen door het delen van de eerdergenoemde *best practices*.

De voorgenomen herziening van de IORP II-richtlijn[62] en de PEPP-verordening[63] kan in beginsel ook op steun van het kabinet rekenen, maar is afhankelijk van de concrete wetgevingsvoorstellen die in het vierde kwartaal van 2025 vastgesteld zullen worden. De Commissie zal de eerdergenoemde aanbevelingen voor de implementatie van *best practices* ook in het vierde kwartaal van 2025 publiceren.

5.2. Investeringen en financiering

Het tweede thema van het initiatief voor de *Savings and Investment Union* ziet op het vergroten van het aanbod van privaat kapitaal om de noodzakelijk geachte investeringen in de EU te ondersteunen en tegelijkertijd de financieringskosten voor bedrijven te verlagen. Binnen dit thema kondigt de Europese Commissie een reeks van maatregelen aan.

5.2.1. Verduidelijken en/of aanpassen van prudentiële regelgeving voor institutionele beleggers en beleggingsondernemingen

De Europese Commissie wil institutionele beleggers stimuleren om meer te investeren in risicodragend kapitaal door het verduidelijken en/of aanpassen van prudentiële regelgeving in het vierde kwartaal van 2025. In dit kader zal de Commissie voor pensioenfondsen verduidelijken hoe dergelijke investeringen zich verhouden tot het prudent person-beginsel. Voor verzekeraars zal een gerichte wijziging van de Solvency II Gedelegeerde Verordening[64] worden voorgesteld om langetermijninvesteringen te vereenvoudigen. Het Nederlands kabinet is in beginsel terughoudend bij aanpassingen van prudentiële regelgeving, maar staat wel positief tegenover de genoemde wijziging van de Gedelegeerde Verordening Solvency II.

Het initiatief voor de *Savings and Investment Union* kondigt geen specifieke maatregelen aan die betrekking hebben op de Investment Firms Directive en de Investment Firms Regulation.[65] Daarentegen zet het kabinet zich in voor een aantal specifieke wijzigingen van het prudentiële regime voor beleggingsondernemingen. Eén van de gewenste wijzigingen heeft betrekking op handelaren voor eigen rekening die op grond van het prudentiële kader voor beleggingsondernemingen als bank worden geclassificeerd, terwijl ze geen deposito's hebben uitstaan en actief zijn met eigen kapitaal.[66] Als deze partijen als bank worden gezien, vallen zij onder strengere regelgeving die niet in alle gevallen op hun activiteiten toegespitst is. Een ander aandachtspunt voor het kabinet is dat de regeldruk voor kleine beleggingsondernemingen te groot is. De inzet van het kabinet sluit aan bij een gezamenlijke beleidsnotitie van de toenmalige Minister van Financiën, de AFM

57. In de EU is het slecht gesteld met de financiële geletterdheid: volgens de Flash Eurobarometer heeft slechts 18% van de EU-burgers een hoog niveau van financiële geletterdheid (Flash Eurobarometer, Monitoring the level of financial literacy in the EU, juli 2023). Zie ook SIU 2025, p. 6-7.
58. In een meerpijlerpensioenstelsel vormen bedrijfspensioenen en private pensioenen een aanvulling op de overheidspensioenen.
59. Dit is in Nederland al van toepassing, bijvoorbeeld met de verplichte automatische deelname aan een bedrijfspensioenstelsel.
60. Richtlijn (EU) 2016/2341 (*PbEU* 2016 L 354).
61. Verordening (EU) 2019/1238 (*PbEU* 2019 L 198).
62. Richtlijn (EU) 2016/2341 (*PbEU* 2016 L 354).
63. Verordening (EU) 2019/1238 (*PbEU* 2019 L 198).
64. Gedelegeerde Verordening (EU) 2015/35 (*PbEU* L 12).
65. Richtlijn (EU) 2019/2034 (*PbEU* 2019 L 314) en Verordening (EU) 2019/2033 (*PbEU* 2019 L 314).
66. Beleggingsondernemingen dienen bij een balansgrootte gelijk aan of meer dan 15 miljard euro te voldoen aan de prudentiële regels die gelden voor banken. Zij kunnen als bank geclassificeerd worden als de balans meer dan 30 miljard euro bedraagt (art. 1 lid 2 IFR en art. 4 lid 1 onderdeel 1 CRR).

en DNB.[67] In de beleidsnotitie wordt gepleit voor (i) het verbeteren van risicogedreven karakter van het prudentiële raamwerk voor beleggingsondernemingen, (ii) het waarborgen van een internationaal gelijk speelveld en het voorkomen van regulerings- en toezichtsarbitrage en (iii) het verhogen van de proportionaliteit en duidelijkheid van governancevereisten.

5.2.2. *Durfkapitaal*

Binnen het tweede thema hebben de Europese Commissie en het Nederlands kabinet ook aandacht voor durfkapitaal (venture capital).[68] Durfkapitaal is vooral van belang voor de financiering van *start-ups* and *scale-ups*. Om het gebruik van het zogenaamde 'EuVECA-label' aantrekkelijker te maken zal de Commissie in het derde kwartaal van 2026 een voorstel voor de herziening van de EuVECA-verordening[69] publiceren.

Het Nederlands kabinet wil een goed vestigingsklimaat creëren voor *start-ups* and *scale-ups*. Hiervoor is het van belang dat er voldoende en divers aanbod is van durfkapitaal.[70] Het kabinet wil zich daarom inzetten voor de ontwikkeling en opschaling van private durfkapitaalfondsen door enerzijds de condities voor de private markt te verbeteren en anderzijds (semi-)publieke middelen optimaal in te zetten. Om de onwikkeling van grote durfkapitaalfondsen te stimuleren, wil het kabinet verdere harmonisatie van regelgeving voor durfkapitaalfondsen. Dit is noodzakelijk om de nog bestaande nationale verschillen weg te nemen, regeldruk te verminderen en grotere fondsen te creëren. Het kabinet kijkt hierbij naar de regelgeving en vergunningverlening van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD)[71] en durfkapitaalfondsen (EuVECA-verordening). Het kabinet wil dat het grensoverschrijdend aanbieden van durfkapitaalfondsen wordt vereenvoudigd en snellere vergunningprocedures voor durfkapitaalfondsen bij toezichthouders. Als eerste stap zou ESMA, volgens het kabinet, een inventarisatie moeten uitvoeren bij nationale toezichthouders om verschillen in tijdslijnen en procedurele belemmeringen in kaart te brengen. Op grond hiervan kan ESMA vervolgens aanbevelingen formuleren en *best practices* delen.

5.2.3. *Exitopties*

De Europese Commissie kondigt aan dat zij in het derde kwartaal van 2026 wetgevende en niet-wetgevende maatregelen zal nemen om exitopties voor beleggers in niet-beursgenoteerde ondernemingen te faciliteren. Uit het initiatief voor de *Savings and Investment Union* wordt niet duidelijk welke maatregelen de Commissie zal nemen. Het Nederlandse kabinet is in beginsel positief over het initiatief, maar wacht voor een nadere beoordeling de specifieke uitwerking daarvan af.

5.2.4. *Herziening securitisatiewetgeving*

Een goed functionerende securitisatiemarkt is belangrijk voor de verdere ontwikkeling van de kapitaalmarkten. De Europese Commissie wil daarom de securitisatiewetgeving (verder) vereenvoudigen, met nadruk op due diligence-, transparantie-, en prudentiële vereisten voor banken en verzekeraars. Deze maatregelen sluiten aan bij de consultatie die de Commissie lanceerde op 9 oktober 2024. De consultatie richt zich op onder meer op de effectiviteit van het securitisatieraamwerk, de reikwijdte van de Securitisatieverordening[72], alsmede de eerdergenoemde due diligence- en transparantievereisten en de prudentiële behandeling voor banken en verzekeraars (en pensioenfondsen).[73] De Europese Commissie dringt er nadrukkelijk op aan dat lidstaten ook op nationaal of sectoraal niveau maatregelen nemen om het securitisatie-ecosysteem te versterken. Inmiddels heeft de Europese Commissie een pakket gepubliceerd met wetgevingsvoorstellen om het Europese kader voor securitisatie te herzien.[74]

Het Nederlandse kabinet besteedt ook aandacht aan het goed functioneren van de securitisatiemarkt. Het kabinet richt zich niet alleen op de proportionaliteit van due diligence, transparantie- en prudentiële vereisten, maar ook op een verdere standaardisering van de regels voor het onderpand van gesecuritiseerde leningen. Het kabinet merkt op dat het oprichten van een Europees platform hieraan kan bijdragen, omdat het een marktplaats creëert met gelijke afspraken.

67. Minister van Financiën, AFM en DNB, 'Non-paper Investment Firms Regulation and Directive (IFR and IFD) Review' (Bijlage bij *Kamerstukken II* 2023/24, 21501-07, nr. 2058).
68. Het niveau van durfkapitaalinvesteringen als aandeel van het bbp is in de VS meer dan tien keer hoger (0,633% van het bbp) dan in de EU (0,044% van het bbp (Bijlage bij Kabinetsinzet 2025).
69. Verordening (EU) 345/2013 (*PbEU* 2013 L 115).
70. Overigens zijn in de EU en in Nederland de afgelopen jaren meerdere maatregelen en initiatieven genomen om de toegang tot durfkapitaal te vergroten. Een voorbeeld is Venture EU, een initiatief gelanceerd door de Europese Commissie en het Europees Investeringsfonds (EIF). Venture EU is een pan-Europees 'fund-of-funds' en beoogt de toegang tot financiering voor start-ups en scale-ups te vergroten, het aanbod van durfkapitaal te vergroten, en innovatie en werkgelegenheid in de EU te vergroten.
71. Richtlijn 2011/61/EU (*PbEU* 2011 L 174).
72. Verordening (EU) 2017/2402 (*PbEU* 2017 L 347).
73. De consultatietermijn eindigde op 4 december 2024. Zie: https://finance.ec.europa.eu/news/commission-consults-eu-securitisation-rules-2024-10-09_en.
74. European Commission, 'Commission proposes measures to revive the EU securitisation framework': https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-proposes-measures-revive-eu-securitisation-framework_en.

5.2.5. *Belastingwetgeving*

De Europese Commissie constateert dat de Europese onderhandelingen over een voorstel voor richtlijn om de ongelijke fiscale behandeling tussen vreemd en eigen vermogen (DEBRA)[75] te verminderen, zijn vastgelopen. Nederland was positief over het doel van dit richtlijnvoorstel, dat ook aansloot bij eerdere Nederlandse inzet om deze ongelijke behandeling te verminderen. Tegelijkertijd waren er zorgen over de additionele complexiteit voor de fiscaliteit, budgettaire impact en uitvoerbaarheid voor de Belastingdienst.[76] Ook andere lidstaten hadden hierover zorgen, waardoor eind 2022 is besloten om de besprekingen hierover op te schorten.[77] Het huidige kabinet zal zich inzetten om de onderhandelingen over het voorstel voor DEBRA te hervatten.

5.3. Integratie en schaal

Het derde thema richt zich onder meer op het wegnemen van belemmeringen die betrekking hebben op de Europese kapitaalmarktinfrastructuur. Ook het verder ontwikkelen van de vermogensbeheersector valt binnen het derde thema. Een interessante ontwikkeling is het voorstel van de Commissie om een 28ste regime voor *start-ups* en *scale-ups* te creëren.

5.3.1. *Meldpunt*

Een van de maatregelen die al tot stand is gekomen, is een Europees meldpunt waarop marktdeelnemers barrières in de interne markt kunnen signaleren.[78] Het Nederlandse kabinet vraagt zich af wat de toegevoegde waarde is van het nieuwe meldpunt ten opzichte van het reeds bestaande Europese SOLVIT-netwerk waarop marktdeelnemers melding maken als hun EU-rechten niet gehonoreerd worden door overheidsinstanties.[79]

5.3.2. *Verbeteren van de interoperabiliteit en efficiëntie van de kapitaalmarktinfrastructuur*

Voor goed functionerende kapitaalmarkten is een efficiënte en goed geïntegreerde kapitaalmarktinfrastructuur van groot belang.[80] In aansluiting op eerdere wetgevingsinitiatieven[81], kondigt de Europese Commissie een ambitieus wetgevingspakket aan om de interoperabiliteit en efficiëntie van de Europese kapitaalmarktinfrastructuur te verbeteren.[82] De concrete wetgevingsvoorstellen zullen in het vierde kwartaal van 2025 worden gepubliceerd en zullen onder meer betrekking hebben op centrale effectenbewaarinstellingen (*central securities depositories*, CSD's), financiële zekerheden en harmonisatie van wetgeving. De wetgeving moet een impuls zijn voor de (marktgedreven) consolidatie van de Europese kapitaalmarktinfrastructuren, belemmeringen voor grensoverschrijdende settlementactiviteiten wegnemen en aandacht hebben voor het implementeren van nieuwe technologieën en financiële innovaties.

De Europese Commissie zal ook onderzoeken of een gerichte herziening van de richtlijn aandeelhoudersrechten nodig en mogelijk is.[83] Het Nederlands kabinet pleit ook voor een gerichte herziening van deze richtlijn en wil in dit kader onderzoeken of een Europese definitie van het begrip 'aandeelhouder' gewenst is. De overweging om een wettelijke definitie vast te stellen voor dit begrip is niet nieuw, maar heeft vooralsnog niet geleid tot een concreet wetgevingsvoorstel.[84]

5.3.3. *Harmonisatie*

Grensoverschrijdende investeringen worden belemmerd door verschillen in nationale wet- en regelgeving. Meer harmonisatie moet volgens de Europese Commissie leiden tot een gelijk speelveld tussen marktdeelnemers, rechtszekerheid en minder investeringsrisico's.[85] Om de kapitaalmarkten verder te versterken, is het van belang dat niet alleen het kapitaalmarktenrecht, maar ook (onderdelen van) andere rechtsgebieden, zoals het ondernemingsrecht,

75. COM(2022) 216.
76. *Kamerstukken II* 2021/22, 22112, nr. 3465.
77. Ecofin, Verslag aan de Europese Raad over belastingaangelegenheden, 14905/22, 25 november 2022, par. 17.
78. Feedback channel - Barriers to financial market integration, 24 april 2025: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/savings-and-investments-union/barriers-financial-market-integration_en.
79. De Minister van Financiën merkt het volgende op: "*Oprichten van een loket vrij armoedig. Prima verder, maar ook dit gaat het verschil niet maken.*" Zie de handgeschreven opmerking op de beslisnota bij de eerste appreciatie van de mededeling over de *Savings and Investment Union* (Bijlage bij *Kamerstukken II* 2024/25, 22112, nr. 4043, p. 3: https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-1194629.pdf).
80. Al in 2001 was aandacht voor belemmeringen bij grensoverschrijdende clearing en settlement en de wijze waarop de kapitaalmarktinfrastructuur efficiënter kon worden. Zie Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, november 2001 en Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, april 2003.
81. Zie onder meer het voorstel tot wijziging van CSD-verordening waarin de settlementcyclus wordt verkort naar van T+2 naar T+1 (COM(2025) 38), de EU Listing Act (Verordening (EU) 2024/2809) en EMIR 3.0 (Verordening (EU) 2024/2987) .
82. Zie ook ECB 2025.
83. Richtlijn 2007/361/EG (*PbEU* 2007 L 184).
84. Actieplan CMU 2020, p. 16.
85. Zie onder meer SIU 2025, p. 14-16. Zie voor een algemene kanttekening bij de gewenste harmonisering: E.P.M. Joosen en M.W. Wallinga: *Factsheet* Spaar- en Investeringsunie, p. 9: https://parlementenwetenschap.nl/wp-content/uploads/2025/05/250508_Factsheet_Spaar-_en_investeringsunie_Joosen_Wallinga.pdf.
86. In dit verband kan ook aansprakelijkheidsrecht worden genoemd. Zie onder meer: D. Busch, G. Ferrarine & J.P. Franx, 'Introduction' in: *Prospectus regulation and prospectus liability*, Oxford: Oxford University Press 2020, B.J. de Jong, Europese harmonisatie van effectenaansprakelijk-

zekerhedenrecht en insolventierecht, op elkaar worden afgestemd en geharmoniseerd.[86]
De Europese Commissie en het Nederlands kabinet willen harmonisatie van wet- en regelgeving bevorderen door richtlijnen om te zetten in verordeningen. Verordeningen hebben immers rechtstreekse werking en hoeven in tegenstelling tot richtlijnen niet omgezet te worden in nationale wet- en regelgeving. De Commissie maakt niet duidelijk welke richtlijnen zij in overweging zal nemen, maar het Nederland kabinet noemt in dit verband de Finaliteitsrichtlijn en de Richtlijn financiëlezekerheidsovereenkomsten.[87]

Het kabinet wil ook dat stappen worden gezet om bepaalde aspecten van het zekerhedenrecht te harmoniseren en denkt hierbij aan zowel materiële regels, zoals de vereisten voor het vestigen van een zekerheidsrecht, als de voorwaarden waaronder een zekerheidsrecht binnen Europa wordt erkend en geëffectueerd. Harmonisatie kan leiden tot meer rechtszekerheid en minder kosten. Dit kan bijdragen aan het bevorderen van grensoverschrijdende investeringen.

Dit geldt ook voor het insolventierecht. Nationale insolventiewetgeving leidt tot verschillen in de resultaten van insolventieprocedures tussen lidstaten, waardoor rechtsonzekerheid ontstaat bij investeerders die grensoverschrijdend actief willen zijn. Hoewel het ontbreken van geharmoniseerd insolventierecht een belangrijke belemmering is voor het verder versterken en integreren van de kapitaalmarkten, is harmonisatie van insolventiewetgeving complex.[88] Eén van de redenen hiervoor is dat het insolventierecht verweven is met andere rechtsgebieden, zoals goederenrecht en arbeidsrecht. Desalniettemin publiceerde de Europese Commissie op 7 december 2022 een voorstel voor een richtlijn tot (minimum) harmonisatie van bepaalde aspecten van het insolventierecht.[89] Het voorstel richt zich onder meer op de actio Pauliana, het traceren van activa (*asset tracing*), het verbeteren van de efficiëntie van insolventieprocedures, waaronder een vereenvoudigde vereffening van insolvente micro-ondernemingen, en de pre-packmethode[90].[91] Het Nederlandse kabinet zal zich inzetten om de lopende onderhandelingen over het voorstel voor de richtlijn snel en zorgvuldig af te ronden en benadrukt dat zij in Europees verband een *pre-pack* wil realiseren. Daarmee wordt bedoeld een versnelde vereffeningsprocedure waarin de onderneming van de schuldenaar geheel of gedeeltelijk going concern wordt verkocht.[92] Aangenomen wordt dat bij een pre-pack meer waarde wordt gerealiseerd dan met de afzonderlijke verkoop van de goederen van de schuldenaar.[93] De overige onderdelen van het richtlijnvoorstel worden niet besproken door het kabinet. Daarnaast wil het kabinet onderzoeken of bepaalde onderdelen van het materiële insolventierecht aangepast of geharmoniseerd kunnen worden en welke gevolgen eventuele aanpassingen hebben voor de Nederlandse en Europese economie.[94] Het kabinet zal dit ook in Europees verband onder de aandacht brengen, indien mogelijk met gelijkgestemde lidstaten. Ook blijft het kabinet inzetten op adequate nationale wetgeving die een goede en efficiënte afwikkeling van faillissementen bevordert.

5.3.4. 28ste regime

Een interessante ontwikkeling is dat de Europese Commissie een voorstel voor een '28ste regime' voor *start-ups* en *scale-ups* heeft aangekondigd.[95] Een 28ste regime moet bepaalde ondernemingen uit (deelnemende) EU-lidstaten de mogelijkheid bieden om actief te zijn in andere (deelnemende) lidstaten onder één uniform rechtsregime voor (bepaalde aspecten van) vennootschaps-, insolventie, arbeids- en belastingsrecht. Het concrete voorstel zal waarschijnlijk eind 2025 of in het eerste kwartaal van 2026 worden gepubliceerd, waardoor de reikwijdte en overige kenmerken van het voorstel nog niet duidelijk zijn.[96] Overigens zou een *enhanced cooperation* van EU-lidstaten ook een 28ste regime kunnen ont-

heidsrecht, Ondernemingsrecht 2020/102 en M.W. Wallinga, S.M.C. Nuijten & A.M. Karagianni, 'De transformatie van het financieel privaatrecht in de duurzaamheidstransitie' in: *Europeanisering van financieel recht (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2024) (Serie Van der Heijden Instituut nr. 188)*, Deventer: Wolters Kluwer 2024.

87. Richtlijn 98/26/EG (*PbEU* 1998 L 166) en Richtlijn 2002/47/EG (*PbEU* 2002 L168).
88. Zie onder meer: Actieplan 2015, COM(2015) 468 final en Actieplan 2020, COM(2020) 590 final. Zie ook ovw. 1-3 van Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law, 7 december 2022, COM(2022) 702 final. Zie verder Letta 2024, p. 35 en Draghi 2024, p. 293.
89. Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law, COM(2022) 702 final, 7 december 2022.
90. Het wetsvoorstel voor de Wet continuïteit ondernemingen I introduceerde de 'pre-pack-methode' in Nederlandse insolventiewetgeving (*Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 2). De Eerste Kamer heeft de behandeling van dit wetsvoorstel aangehouden in afwachting van de Wet overgang van onderneming in faillissement (WOVOF). Het consultatievoorstel voor de WOVOF (II) werd gepubliceerd op 27 mei 2024. Einddatum van de consultatie was 1 september 2024.
91. Zie voor een bespreking van de verschillende onderdelen van het richtlijnvoorstel: B.A. Schuijling, Het commissievoorstel voor een nieuwe insolventierichtlijn, Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk 2023, nr. 1, p. 12-17.
92. Art. 2 onderdeel p.
93. Ovw. 22.
94. Zie ook Actieplan CMU 2015 en Actieplan CMU 2020. Materieel insolventierecht is sterk verweven met het nationale (civiele) recht. Als voorbeeld van materieel insolventierecht kunnen de regels over de rangorde van schuldeisers worden genoemd.
95. SIU 2025, p. 14. Zie ook Competitiveness Compass for the EU 2025, p. 4 en p. 8, en U. Von der Leyen, 'Europe's Choice. *Political Guidelines for the next European Commission 2024-2029*', p. 7. Vgl. Letta 2024, p. 10, 15, 108-109.
96. Onlangs zijn de volgende rapporten gepubliceerd: European Parliament (rapporteur: R. Repasi), 'Draft Report with recommendations to the Commission on the 28th Regime: a legal framework for innovative companies' (2025/2079(INL) (PE773, 199), 30 juni 2025

wikkelen dat beperkt is tot de samenwerkende lidstaten.[97]

Het Nederlandse kabinet beschouwt het ontwikkelen van een 28ste regime als een complexe exercitie.[98] Tegelijkertijd ziet het kabinet een dergelijk regime als een kans om voortgang te maken op terreinen waar nationale regelgeving lastig te harmoniseren is. Het kabinet kan zich voorstellen dat de reikwijdte van het 28ste regime wordt beperkt tot een zogenoemde best-of- class-categorie van *start-ups* en *scale-ups* die moeten voldoen aan bepaalde criteria.

Verder wil het kabinet een verkenning uitvoeren naar de mogelijkheden van een (optioneel) 28ste regime voor jaarverslaggeving voor middelgrote en kleine ondernemingen (mkb), bijvoorbeeld door het bekrachtigen van het IFRS voor SME's regime van de International Accounting Standards Board.[99] Dit zou kunnen leiden tot een betere toegang van het mkb, zoals *start-ups* and *scale-ups*, tot de Europese kapitaalmarkten, doordat hun bedrijfsresultaten transparanter en internationaal beter vergelijkbaar worden dan onder het nationale jaarrekeningenrecht.[100]

5.3.5. Vermogensbeheer

De Europese Commissie kondigt aan dat zij in het vierde kwartaal van 2025 wetgevende maatregelen zal nemen om op Europees en nationaal niveau resterende belemmeringen voor grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen te verminderen. Verder zal de Commissie maatregelen nemen om operationele barrières voor vermogensbeheerders die opereren via internationale groepsstructuren te verminderen.

5.4. Efficiënt toezicht

Het vierde thema is gericht op het verbeteren van het toezicht op de kapitaalmarkten. Dat convergentie en centralisatie van toezicht van belang zijn voor goed functionerende kapitaalmarkten, behoeft eigenlijk geen toelichting. Omdat veel activiteiten op de kapitaalmarkten grensoverschrijdend zijn, is naast harmonisatie van wet- en regelgeving consistent toezicht noodzakelijk om een gelijk speelveld te creëren tussen marktdeelnemers, fragmentatie van toezicht te voorkomen en de stabiliteit van het financiële stelsel te waarborgen.

De wettelijke taken en bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteiten, beter bekend als de ESA's,[101] sluiten in beginsel al goed op dit belang aan. De ESA's zijn immers onder meer verantwoordelijk voor (i) de verbetering van de werking van de interne markt, daaronder begrepen een solide, effectief en consistent niveau van regulering en toezicht, (ii) de versterking van de internationale coördinatie van het toezicht, (iii) het voorkomen van reguleringsarbitrage en het bevorderen van gelijke concurrentievoorwaarden, en (iv) het bevorderen van meer convergentie op het gebied van toezicht op de interne markt.[102]

De ESA's hebben een aantal bevoegdheden om convergentie te bevorderen, zoals het ontwikkelen van ontwerpen van technische reguleringss- en uitvoeringsnormen en het opstellen van richtsnoeren, het uitbrengen van aanbevelingen en het verstrekken van adviezen. Naast deze regelgevende bevoegdheden hebben de ESA's ook toezicht- en handhavingsbevoegdheden, zoals de bevoegdheid om onder bepaalde voorwaarden financiële producten of activiteiten te beperken of te verbieden.[103] Daarnaast is ESMA belast met (gedeeltelijk) rechtstreeks toezicht op en de handhaving van bepaalde (onderdelen van) Europese verordeningen. ESMA heeft bijvoorbeeld rechtstreekse toezichtbevoegdheden in het toezicht op *credit rating agencies*, *trade repositories*, bepaalde aanbieders van datarapporteringsdiensten, beheerders van bepaalde benchmarks en *external reviewers* van *green bonds*. Hoewel de rechtstreekse toezichtbevoegdheden van ESMA in de afgelopen 10 jaar zijn uitgebreid, hebben niet alle voorstellen van de Europese Commissie in dit kader de eindstreep gehaald. Een voorbeeld is het voorstel van de Commissie om ESMA een rechtstreekse bevoegdheid te geven om bepaalde categorieën prospectussen goed

(Repasi-rapport 2025): https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/JURI-PR-773199_EN.pdf en European Parliament, 'In-depth analysis requested by the Juri Committee: Identification of hurdles that companies, especially innovative start-ups, face in the EU justifying the need for a 28th Regime', PE 775.947, 4 juli 2025: https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2025/775947/IUST_STU(2025)775947_EN.pdf.

97. Vgl. Repasi-rapport 2025, p. 4. Repasi is kritisch over het ontwikkelen van een 28ste regime via *enhanced cooperation* of intergouvernementele samenwerking van lidstaten.
98. Vgl. A. Van Riel en C. de Vries, *Factsheet* De Europese Kapitaalmarktunie en het 28ste regime, wetenschappelijke factsheet: https://parlementenwetenschap.nl/wp-content/uploads/2025/05/250424_*Factsheet*_kapitaalmarktunie_De_Vries_Van_Riel.pdf.
99. https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-for-smes/.
100. Zie ook E.P.M. Joosen en M.W. Wallinga, *Factsheet* Spaar- en Investeringsunie, 8 mei 2025: https://parlementenwetenschap.nl/wp-content/uploads/2025/05/250508_Factsheet_Spaar-_en_investeringsunie_Joosen_Wallinga.pdf.
101. ESA's is de afkorting van European Supervisory Authorities. Dit zijn de European Banking Authority (EBA), European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) en European Securities and Markets Authority (ESMA).
102. Art. 8 onderdeel a, c, en g van Verordening (EU) 1093/2020, Verordening (EU) 1094/2010 en Verordening (EU) 1095/2010.
103. Art. 9 lid 5 ESA-verordeningen.

te keuren.[104] Het voorstel kon destijds niet op voldoende steun rekenen van een aantal lidstaten.[105]

De Europese Commissie benadrukt in het initiatief voor de *Savings and Investment Union* dat de ESA's zich nog meer moeten inspannen voor convergentie van toezicht, maar concrete fundamentele maatregelen voor centralisatie van toezicht ontbreken. De Europese Commissie kondigt wel aan dat zij in het vierde kwartaal van 2025 maatregelen zal voorstellen om ESA's instrumenten voor convergentie te versterken. Verder zal de Europese Commissie in deze periode ook met voorstellen komen die leiden tot het overhevelen van bepaalde toezichttaken naar EU-niveau, bijvoorbeeld voor nieuwe of opkomende sectoren zoals aanbieders van cryptoactivadiensten.

Het Nederlandse kabinet zet steviger in op het verder versterken van het Europees toezicht op de kapitaalmarkten en pleit voor een drietal maatregelen: (i) versterking van het toezicht op grensoverschrijdende activiteiten, door verkenning van verschillende toezichtmodellen en waar passend uitbreiding van de rol van ESMA, (ii) verzameling en opslag van toezichtdata bij een Europese toezichthouder om regeldruklasten voor marktpartijen en nationale toezichthouders te verminderen, en (iii) herziening van de governancestructuur van ESMA en een evaluatie van de financiering van ESMA. De inzet van het kabinet sluit aan bij de aanbevelingen van Enrico Letta en Chirstian Noyer in hun rapporten.[106]

De eerste maatregel waar het kabinet voor pleit is gericht op het centraliseren van toezicht op specifieke grensoverschrijdende activiteiten en marktpartijen. Het kabinet denkt hierbij aan het exploiteren grote pan-Europese handelsplatformen, centrale tegenpartijen en grote vermogensbeheerders. Deze activiteiten en marktpartijen kunnen, volgens het kabinet, gelet op hun schaal en grensoverschrijdende karakter geschikt zijn voor rechtstreeks toezicht door ESMA. Voordat hiertoe wordt besloten, wil het kabinet dat eerst verschillende toezichtmodellen worden verkend. Het kabinet noemt hierbij de volgende toezichtmodellen: (i) toezichtcolleges voor internationale ondernemingen waaraan nationale toezichthouders deelnemen onder voorzitterschap van een Europese toezichtautoriteit, (ii) het bankenunie-model waarbij een nationale toezichthouder onder verantwoordelijkheid van de Europese toezichtautoriteit toezicht houdt op grote significante partijen, of (iii) expertisehubs waarbij dependances van de Europese toezichtautoriteit per sector of activiteit verspreid zijn over de EU-lidstaten. Deze toezichtmodellen kunnen, volgens het kabinet, ook geleidelijk geïntroduceerd worden om risico's op inefficiëntie en verlies van (lokale) kennis te mitigeren.

De tweede maatregel van het kabinet is gericht op de centralisatie van de verzameling en opslag van toezichtdata bij een Europese toezichthouder. Het kabinet stelt voor dat één van de Europese toezichthouders een centraal datasysteem ontwikkelt en beheert. Marktpartijen kunnen dan via één digitaal portaal de gevraagde data aanleveren, terwijl de verantwoordelijke Europese toezichthouder aan alle nationale en Europese toezichthouders toegang tot dit datasysteem verleent om voor hen relevante data hieruit te gebruiken. Het kabinet verwacht dat nalevingskosten van marktpartijen kunnen worden verlaagd, mede omdat dubbele uitvragen door het centraliseren van toezichtdata kunnen worden voorkomen. Bovendien kunnen ook voor toezichthouders de kosten die verbonden zijn aan het verzamelen en de opslag van toezichthouders hierdoor verminderen. Dit kan bijdragen aan de verdere integratie van de kapitaalmarkten en efficiënt toezicht, aldus het kabinet.

De derde maatregel heeft betrekking op een evaluatie en mogelijke herziening van de governancestructuur van ESMA en een evaluatie van de financieringssystematiek. Deze maatregel is volgens het kabinet van belang als de rol van ESMA wordt uitgebreid. Het kabinet licht toe dat de belangrijkste besluiten binnen ESMA nu worden genomen door de raad van toezichthouders waarin ook de nationale toezichthouders zijn vertegenwoordigd.[107] Deze structuur maakt besluitvorming complex en beperkt de doortastendheid van ESMA, omdat de belangen van de nationale toezichthouders hierbij zwaar meegewogen worden. Het kabinet doelt hier onder meer op de samenstelling van de raad van toezichthouders[108] van ESMA en het stemrecht van de leden van de raad van toezicht. De raad bestaat uit leden met stemrecht en zonder stemrecht. De leden met stemrecht zijn de bevoegde nationale toezichthouders in de lidstaten en, met enkele uitzonderingen, de voorzitter van de raad. De leden zonder stemrecht zijn de vertegenwoordigers van de Europese Commissie, ESRB[109], EBA en EIOPA.[110] Het kabinet wil bij een eventuele herziening van de governancestructuur van ESMA dat de structuur van de ECB of van AMLA, de nieuwe Europese Autoriteit voor de bestrijding van witwassen en terrorismefinanciering,[111] als inspiratie dient. Bij deze instellingen

104. Europese Commissie, Mededeling: Verscherping van het geïntegreerd toezicht ter versterking van de kapitaalmarktunie en de financiële integratie in een veranderende omgeving, 20 september 2017, COM(2017) 542, p. 5, 9 en 10.
105. Onder meer Nederland, Frankrijk, Italië en Spanje waren het voorstel. Kleinere lidstaten waren tegen het voorstel. Duitsland was (intern) verdeeld over het voorstel.
106. Letta 2024, p. 34 en Christian Noyer, Developing European capital markets to finance the future, Proposals for a saving and investments union, 25 april 2024, p. 60-70 (Noyer 2024).
107. De raad van toezichthouders is, gelet op zijn in art. 43 van Verordening (EU) 2010/1095 toegekende taken, het belangrijkste orgaan van ESMA. Zie art. 6 van Verordening (EU) 2010/1095 voor de overige organen van ESMA.
108. Art. 40 lid 1 Verordening (EU) 2010/1095.
109. European Systemic Risk Board.
110. Art. 40 lid 1 Verordening (EU) 2010/1095.
111. AMLA staat voor Anti-Money Laundering Authority. De taken en bevoegdheden van AMLA zijn vastgelegd in Verordening (EU) 2024/1620 (PbEU L 2024/1620).

vindt besluitvorming plaats door onafhankelijke bestuursleden en vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders. Verder wil het kabinet dat de financieringssytematiek van ESMA wordt geëvalueerd en waar nodig verbeterd om de kosten voor onder toezicht staande financiële marktdeelnemers in toom te houden.

6. Uitleiding

Goed functionerende kapitaalmarkten zijn een fundamentele pijler binnen de Europese interne markt. Hoewel de lidstaten over het algemeen de doelstellingen van de Europese Commissie onderschrijven, is het verder versterken en integreren van de Europese kapitaalmarkten een proces van de lange adem. Tussen droom en daad staan velerlei obstakels, omdat voor de realisatie ervan ingrijpende maatregelen en wetswijzigingen op verschillende rechtsgebieden nodig zijn. Met name op terreinen die raken aan nationale of sectorale belangen – zoals gecentraliseerd toezicht, insolventierecht, ondernemingsrecht en belastingrecht – zijn er politieke, juridische en praktische belemmeringen waardoor het bereiken van voortgang lastig is.

Om voortgang te maken zullen door de lidstaten significante stappen moeten worden gezet die leiden tot fundamentele aanpassingen op de eerdergenoemde terreinen. Deze aanpassingen vragen om politieke keuzes van de lidstaten. Gelet op de geopolitieke verschuivingen, de (dreigende) tarievenoorlogen, het belang van de Europese concurrentiepositie, de transitie naar een duurzame en digitale economie en een veranderende demografie lijkt een nieuw momentum aanwezig om de kapitaalmarkten verder te versterken en te integreren.

De Nederlandse inzet voor de kapitaalmarktunie toont aan dat het kabinet bereid is om zich hiervoor in te zetten en samen met gelijkgestemde lidstaten een voortrekkersrol te vervullen, eventueel door intergouvernementele samenwerking of in *enhanced cooperation*. De specifieke maatregelen die het kabinet voorstelt zijn ambitieus, maar veelal niet nieuw. De maatregelen sluiten nauw aan bij (eerdere) actieplannen van de Europese Commissie, de aanbevelingen van Noyer, Letta, Draghi in hun rapporten en bij de acties die door de ECB, de Europese toezichthouders, DNB, de AFM en ook door eerdere kabinetten zijn voorgesteld.[112]

Voor de Europese Commissie is het versterken van de Europese kapitaalmarkten niet langer een 'nice-to-have', maar een 'must-have'.[113] Tegelijkertijd lijkt het initiatief voor de *Savings and Investment Union* vooralsnog een *rebranding* van de eerdere actieplannen voor de kapitaalmarktunie die fundamentele hervormingen voor zich uitschuift, zoals het uitbreiden van het centraliseren van toezicht op bepaalde marktpartijen en/of activiteiten.[114] De beleidsmaatregelen die door de Commissie wel worden aangekondigd, sluiten grotendeels aan bij maatregelen uit eerdere actieplannen die nog niet tot stand zijn gekomen of bestaande belemmeringen niet hebben weggenomen. In hoeverre de aangekondigde wetswijzigingen daadwerkelijk tot stand zullen komen, is ongewis. Bovendien is in de afgelopen 10 jaar gebleken dat fundamentele wetswijzigingen veelal langzaam, sterk verwaterd of in het geheel niet tot stand komen door weerstand van lidstaten tijdens het wetgevingsproces.

Voor het verder ontwikkelen en integreren van de Europese kapitaalmarkten is politieke daadkracht en samenwerking vereist op Europees, nationaal en marktdeelnemersniveau[115]. Of het huidige momentum dit keer voldoende is om de uiteenlopende belangen van (en in) de lidstaten te verenigen, moet worden afgewacht. Gelet op het langdurige en complexe karakter van de plannen voor de Europese kapitaalmarkten, is het in ieder geval van belang dat het momentum behouden blijft. De inzet van Nederland en andere welwillende lidstaten kan hieraan bijdragen, eventueel in *enhanced cooperation.* Deze vorm van samenwerking tussen gelijkgestemde lidstaten zou een interessante variant kunnen zijn ten opzichte van de traditionele benadering dat beleidsvorming uitsluitend op Europees niveau óf op nationaal niveau moet plaatsvinden.[116]

112. Zie onder meer: Actieplan CMU 2015, Actieplan CMU 2020, Noyer 2024, Letta 2024, Draghi 2024, ECB 2025, ESMA, Position Paper - Building more effective and attractive capital markets, 22 mei 2024, AFM en DNB, Next steps for the European Capital Markets Union (CMU), februari 2024.
113. Press remarks by President von der Leyen on the first 100 days of the 2024-2029 Commission, 9 maart 2025: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_25_721.
114. De handgeschreven opmerking van minister Heinen op de beslisnota bij de eerste appreciatie van het initiatief voor de Savings and Investment Union is veelzeggend (22 maart 2025): *"Dank. We kunnen meer ambitieuze voorstellen blijven eisen van de Commissie en zelf blijven agenderen. Met cursus financiële geletterheid en klachtlok[k]et gaan we de Europese welvaart niet vergroten."*
115. Zie bijvoorbeeld 'Euronext launches the European Common Prospectus to accelerate capital market integration and boost IPO activity across the EU, 25 april 2025: https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/euronext-launches-european-common-prospectus-accelerate-capital.
116. Zie ook onze bijdrage 'Een kantiaanse verschuiving voor de kapitaalmarktenunie?' in de lustrumbundel over financieel recht en geopolitiek van het Instituut voor Financieel Recht (IFR), onderdeel van het Onderzoekscentrum Onderneming & Recht, Radboud Universiteit Nijmegen. De lustrumbundel zal in het najaar van 2025 verschijnen.

Tijdschrift voor Levensmiddelenrecht



Het Tijdschrift voor Levensmiddelenrecht (TvL) is een onmisbaar tijdschrift voor professionals die op de hoogte willen blijven van belangrijke ontwikkelingen op dit rechtsgebied en zich willen bekwamen in hoe recht en beleid inwerken op de agri-food keten.

Het tijdschrift is een belangrijke bron van informatie voor degenen die zich bezighouden met regulatory affairs binnen de voedselindustrie, beleidsmakers en toezichthouders of consultants, advocaten, rechterlijkemacht en wetenschap.

NIEUW!

Een greep uit de onderwerpen die in TvL aan de orde komen:

- Marktordeningsrecht en mededingingsrecht gericht op de (beleids)praktijk,
- Voedselzekerheid en -veiligheid,
- Handel in levensmiddelen en veiligheidsstandaarden op nationaal en mondiaal niveau,
- Controle en handhaving door de overheid,
- Hoe bevoegdheden van de toezichthouders zich verhouden tot de verantwoordelijkheden van de levensmiddelenexploitant,
- Europese integratie en nationale regelgeving,
- De juridische positie van levensmiddelenproducenten en -exploitanten,
- Etikettering, claims, novel foods en duurzaamheid, toelating van pesticiden, diergeneesmiddelen en marktordening. Maar ook vraagstukken over begrenzing, zoals het onderscheid tussen levens- en geneesmiddelen en de praktische betekenis van het voorzorgsbeginsel,
- Duurzaamheid en de Green Deal,
- Levensmiddelenrecht in de praktijk en welke lessen die daaruit kunnen worden getrokken,
- Voedselveiligheidscrises en de (juridische) gevolgen daarvan.

Zie voor abonnement mogelijkheden: https://denhollander.info/

Het Tijdschrift inclusief archief is eveneens digitaal te raadplegen via content integrators Legal Intelligence en Rechtsorde BV.

Abonnement
U kunt zich abonneren via de website:
https://denhollander.info/

DEN HOLLANDER

Boomkampsweg 1 • 7245 WC Laren • info@denhollander.info • www.denhollander.info