



PARLEMENT & WETENSCHAP

Een andere kijk op de Europese kapitaalmarktunie

9 mei 2025 | prof. dr. Dirk Bezemer (Rijksuniversiteit Groningen), prof. dr. Mark Sanders (Universiteit van Maastricht)
i.s.m. Job de Jager en Brenda Kramer (beiden Sustainable Finance Lab)

Samenvatting

De Europese economie moet worden versterkt, stelt Mario Draghi in zijn recente rapport (Draghi, 2024). Een geïntegreerde Kapitaalmarktunie — of, in de nieuwe bewoordingen, een Savings- and Investments Union (hierna: SIU) — wordt daarin aangeduid als een sleutelement voor de versterking van de Europese concurrentiekracht. De huidige voorstellen voor een Europese Kapitaalmarktunie kennen echter meerdere tekortkomingen:

1. De totstandkoming van de huidige voorstellen is gedomineerd door **een sterke lobby vanuit de financiële sector**. Zij vertegenwoordigen niet per se de belangen van degenen die **financiering nodig hebben**.
2. De huidige voorstellen **leiden niet tot meer geduldig risicodragend kapitaal**. De voorstellen gaan uit van opschaling van het bestaande systeem, terwijl juist een **fundamenteel andere** benadering nodig is — **één die betrokken en langetermijngericht kapitaal mobiliseert**.
3. Een **hardnekkige aanname is dat Europa**, net als de VS, meer kapitaalmarkt nodig heeft omdat bankfinanciering tekortschiet. Deze veronderstelling gaat echter voorbij aan de **institutionele verwevenheid van de Europese economie met banken en bankkrediet**, en onderschat bovendien de structurele tekortkomingen van het Amerikaanse model. **Betere kapitaalallocatie in Europa vraagt daarom eerder om een hervorming van het bankenstelsel dan om méér kapitaalmarkt**.

Het is zeer de vraag of de huidige voorstellen de gewenste effecten zullen hebben in de reële economie – en daar gaat het om. Wij pleiten voor een anders en beter ingericht Europees financieel landschap. De huidige voorstellen zijn meer van hetzelfde, of ze kopiëren Amerikaanse structuren, waar beloningen vooral verbonden zijn aan volumes en transacties, zonder duidelijke link met de reële economie. Wij pleiten voor echte concurrentie en meer ondernemerschap in de financiële sector, zodat financiële instellingen ondernemersrisico meedragen en daarvoor beloond (kunnen) worden.

Een toekomstbestendig financieel beleid voor Europa moet zich niet richten op de belangen van de financiële sector, maar op publieke doelen: financiële stabiliteit en inclusieve economische ontwikkeling. Dat vraagt op zijn minst om een kritische herwaardering van de rol van banken, andere financiële instellingen, en publieke financiering. Pas dan kan ook de SIU haar grote beloften waarmaken.

Onze voorstellen zijn:

1. Een Kapitaalmarkt voor Europese multinationals; **harmoniseer de fiscale regels** tussen lidstaten om **belastingarbitrage en het kunstmatig verschuiven** van winsten en kastromen tegen te gaan – praktijken die geen toegevoegde waarde creëren voor de reële economie.
2. Een bankensector ten dienste van Europese MKB-bedrijven; bevorder diversificatie in plaats van harmonisatie en schaalvergroting, en **versterk coöperatieve, lokale en publieke (relatie)banken**, die het meest effectief zijn in het voorzien van geduldig kapitaal voor het MKB.
3. Een kapitaalmarkt voor Europese start-ups en scale-ups; stimuleer banken om **hun equity- en debt-crowdfundingplatforms actief te vermarkten**, zodat kleine spaarders in contact komen met innovatieve start-ups en zo bijdragen aan zowel ondernemerschapfinanciering als de financiële geletterdheid van de Europese bevolking.
4. Een kapitaalmarkt voor Europese overheden; gebruik **Europees schuldpapier** om de Europese kapitaalmarkten te verdiepen, de financiële stabiliteit en beleidsruimte van lidstaten te vergroten, en zo **publieke investeringen in digitale, energie- en fysieke infrastructuur** mogelijk te maken, wat private investeringen aantrekkelijker en winstgevender maakt.

Deze voorstellen zullen vaak ingaan tegen gevestigde belangen in de financiële sector. Dit is niet vreemd; onderzoek toont aan dat de sterk uitgedijde financiële sector de reële economie vaak meer schade dan goed doet. Het inperken van zulke verdienmodellen zal pijnlijk zijn, maar juist daarom moeten parlementen, beleidsmakers en toezichthouders op hun (publieke) zaak passen.

In het eerste deel van deze paper worden de belangrijkste tekortkomingen van de huidige voorstellen beschreven, waarna in het tweede deel concrete suggesties voor verbetering worden gepresenteerd, gericht op multinationals, het MKB, start-ups & scale-ups en overheden.

1. Tekortkomingen van de huidige voorstellen

Er valt weinig tegen de doelstellingen en ambities van de SIU in te brengen. Wie zou zich tegen geïntegreerde markten en betere toegang tot kapitaal voor start- en scale-ups, mkb en strategisch belangrijke industrieën willen uitspreken, gezien hun evidente belang voor de Europese concurrentie en veerkracht in het snel veranderende mondiale speelveld? Er valt echter nogal wat af te dingen op onderliggende analyses die aan de voorstellen ten grondslag liggen. Onze analyses laten belangrijke tekortkomingen zien die de effectiviteit van de voorgestelde maatregelen in twijfel trekken.

1.1. De KMU is een project vóór en dóór de financiële sectorlobby

Het eerste dat opvalt is het gebrek aan democratische legitimiteit. De drijvende kracht achter de SIU is de Next CMU High-Level Expert Group, waarvan ABP, Nasdaq, derivativenhandelaren en verschillende banken deel uitmaken. Het belangrijkste rapport ("Rebranding Capital Markets Union: A market finance action plan", 2019) werd geschreven door vertegenwoordigers van de European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), the Federation of European Securities Exchanges (FESE) en de International Capital Market Association (ICMA) (CEPS-ECMI Task Force, 2019). De leden zijn financiële bedrijven. Ook de Brusselse lobbygroep van Europese aandeelhouders Better Finance, en New Financial, een Britse lobbyclub met leden als Blackrock, Deutsche Bank, Barclays en Citi, droegen bij aan het rapport (European Commission, 2020).

Het is begrijpelijk dat deze partijen meer volume en grensoverschrijdende transacties willen, omdat dit hun winst vergroot. De SIU wordt gepresenteerd als een noodzaak voor de reële sector, maar er is geen belangengroep uit deze sector die om de SIU heeft gevraagd. Wat wel duidelijk is, is dat de

financiële sector de SIU nodig heeft, zoals blijkt uit de grote inspanningen die zij erin steken. Dit is geen directe diskwalificatie, maar rechtvaardigt wel enige kritische vragen.

Ten eerste, voor elk denkbaar probleem met een investeringsopgave in de EU – eerst integratie, toen duurzaamheid, nu strategische zelfstandigheid - wordt de SIU als oplossing naar voren geschoven. De SIU is het antwoord, wat was de vraag ook weer? Ten tweede lijkt de aanname logisch dat financiële markten cruciaal zijn voor de benodigde investeringen in de Europese reële economie. Onderzoek toont echter aan dat de financiële markten in de afgelopen decennia juist te groot zijn geworden (Arcand et al., 2015; D. Bezemer, 2021; D. J. Bezemer, 2020; Greenwood & Scharfstein, 2013; Philippon & Reshef, 2012). De financiële sector is in de afgelopen decennia sterk uitgedijd, met schadelijke gevolgen voor de productie- en consumptieprocessen in de reële economie. Dit is zichtbaar in toegenomen instabiliteit, concentratie van rijkdom en het opdrijven van vermogensprijzen, zoals huizenprijzen. Met name financiële producten die ver af staan van de reële economie en cross-border financiële stromen zijn schadelijk gebleken, en dat zijn juist de kernelementen in de SIU.

Waarom zou het toevoegen van meer hiervan goed zijn? Wat nu nodig is, is een kwalitatieve verandering die financiering dienstbaar maakt aan de reële economie. Deze verandering is echter niet te vinden in de voorstellen, omdat ze vooral winsten en lonen in de financiële sector bevorderen, en niet in de reële economie.

De voorstellen vanuit de sector komen sinds 2014 in de kern neer op het verlagen van transactiekosten, het harmoniseren van (de)regulering en kapitaalbuffers (uiteeraard op het laagst mogelijke niveau), en het vergemakkelijken van securitisatie. Het is dan ook niet verrassend dat dit narratief – méér finance leidt tot méér investeringen in de gewenste Europese richtingen – op weinig enthousiasme kan rekenen van vakbonden, werkgeversorganisaties, NGO's, academici en andere niet-finance-gerelateerde denktanks en burgers. Dat geeft te denken.

1.2. De voorstellen leiden niet tot meer geduldig risicodragend kapitaal

De SIU vertrekt vanuit de veronderstelling dat een gebrek aan geïntegreerde kapitaalmarkten een belangrijke belemmering vormt voor economische groei (Draghi, 2024, p. 63). Daaronder ligt de aanname dat Europa onvoldoende kapitaal en besparingen heeft om investeringen te kunnen financieren, en dat betere marktintegratie deze besparingen effectiever zou mobiliseren.

In werkelijkheid is er geen tekort aan kapitaal in Europa. Financiële markten voorzien graag, snel en volop in vreemd vermogen. Liefst in grote tickets ineens voor een relatief korte periode en met zo min mogelijk risico. Vooral crediteuren met een stevige balans en goede reputatie, zoals overheden en gevestigde grote bedrijven, kunnen bij investeringsbanken, institutionele investeerders en op financiële markten al volop aan vreemd, niet risicodragend vermogen komen (European Central Bank, 2023; OECD, 2022). Wat echter schaars is, is geduldig, risicodragend kapitaal. Dat bieden de markten niet genoeg. Er is een mismatch tussen (de constant veranderende) vraag en (het relatief homogene) aanbod van de markten (Altunbas et al., 2007).

Kapitaalmarkten zijn hier geen bewezen oplossing voor. Empirisch onderzoek toont aan dat zij dit type kapitaal niet efficiënter toewijzen dan banken, zeker niet aan kleinere bedrijven en start- en scale-ups (Beck & Levine, 2002; Corredera-Catalán et al., 2021). De aanname dat méér kapitaalmarktintegratie automatisch leidt tot een betere financiering van de reële economie mist dan ook een empirische basis.

Wat is dan wél nodig? De cruciale voorwaarde voor investeringen met een lange tijdshorizon is een stabiele, voorspelbare beleidsomgeving. In zo'n context kunnen grote, gevestigde bedrijven hun investeringen doorgaans financieren via ingehouden winsten – opbrengsten die niet worden uitgekeerd aan aandeelhouders, maar binnen het bedrijf blijven (Fazzari et al., 1988). Als die interne middelen niet toereikend zijn, is aanvullend vreemd vermogen via banken of financiële markten meestal zonder veel moeite beschikbaar (European Central Bank, 2025).

Met andere woorden: het knelpunt is niet het aanbod van financiering, maar het ontbreken van een stabiel vooruitzicht op rendement. Beleidsmakers zouden zich dus niet moeten richten op het verder faciliteren van financiering – die is er in overvloed – maar op het creëren van een geloofwaardig, voorspelbaar beleidsperspectief. Grote bedrijven kunnen zich dan zonder problemen financieren. Daarvoor is geen grotere financiële sector, geen diepere kapitaalmarkt en geen verlaging van transactiekosten nodig.

De benodigde uitgaven aan de Europese weerbaarheid zullen grotendeels door overheden worden gedaan. Deze zullen doorgaans via gevestigde bedrijven een stabiele inkomensstroom gaan vormen. Voor deze projecten is de passende vorm van financiering dus al ruimschoots voorhanden. Daar hebben we de SIU niet voor nodig, daar is stabiel en duidelijk beleid voor nodig.

Voor het MKB zijn andere oplossingen nodig

Het echte financieringsprobleem ligt bij kleinere bedrijven: het traditionele mkb, maar ook start-ups en scale-ups. Zij hebben geen behoefte aan grote sommen in standaardformaten, maar aan maatwerk. Juist daar wringt de schoen. Door gebrekkige concurrentie onder financiële intermediairs zijn de kosten – zoals *fees* en rentemarges – bij banken en op de Europese kapitaalmarkten structureel hoog. Tegelijkertijd belemmert regelgeving de toetreding van nieuwe spelers, terwijl digitalisering juist schaalvoordelen mogelijk maakt. De kosten voor portefeuillebeheer hangen immers nauwelijks af van de omvang van de belegde bedragen (Bank for International Settlements, 2021; De Nederlandsche Bank, 2024; Eichengreen, 2021). Ook de stijgende kosten voor compliance en toezicht – grotendeels vast van aard – werken schaalvergroting in de hand. Het gevolg: financiering is ruim beschikbaar, maar alleen voor grote, kortlopende leningen. Flexibele, kleinere investeringen vallen buiten het systeem.

De knel zit vooral bij kapitaal dat nodig is om te vernieuwen, op te schalen, of bestaande structuren uit te dagen. Zulke investeringen passen niet in het standaardplaatje en vragen om risicodragend, geduldig kapitaal. Idealiter komt dat met goed financieel advies, of zelfs directe betrokkenheid van de investeerder bij het jonge of snelgroeiende bedrijf. Vaak gaat het om kleinere bedragen, verdeeld over meerdere stappen – precies het soort investering dat onrendabel wordt zodra externe fondsbeheerders er op afstand mee aan de slag moeten.

Het is dan ook onrealistisch te verwachten dat meer grensoverschrijdende beursnoteringen, soepelere regels voor pensioenfondsen of Europese venturecapitalfondsen dit probleem oplossen. Laat staan de securitisatie van studenten-, staats-, creditcard- of hypotheekschulden. Wat nodig is: betrokken en kundige investeerders met een lange adem.

1.3. Europa is Amerika niet, banken zijn niet slechter dan markten

De SIU streeft naar een sterker “market-based” financieringssysteem, in navolging van de VS en het VK, waar kapitaalmarkten een grotere rol spelen dan banken (Draghi, 2024, p. 348). Het idee is dat hierdoor meer, en risicovoller, geïnvesteerd kan worden. Maar deze aanname verdient nuancering.

De coronacrisis liet zien dat banken, mits goed gereguleerd en ondersteund, juist beter in staat zijn om anticyclisch krediet te verstrekken dan kapitaalmarkten, die in crisistijd vaak opdrogen (Basel Committee on Banking Supervision, 2021; U.S. Securities and Exchange Commission, 2020). Bovendien maakt het voor bedrijven weinig verschil of kapitaal via banken of via markten wordt verstrekt als het aanbod beperkt blijft tot grote, weinig risicovolle leningen.

Het verschil zit niet zozeer in het financieringskanaal – markt of bank – maar in de aard van het beschikbare kapitaal. De Amerikaanse kapitaalmarkten slagen er beter in om risicodragend vermogen te mobiliseren, ook in kleinere bedragen. Precies daar schiet Europa tekort. Dit tekort is echter niet het gevolg van het *bank-based* financiële stelsel, maar van de manier waarop investeerders, beleggers en schuldeisers in Europa via wet- en regelgeving en toezicht worden beschermd. Daar komt bij dat het merendeel van de Europese besparingen collectief en verplicht wordt beheerd – via pensioenfondsen en sociale zekerheidsstelsels – door professionele vermogensbeheerders, die op hun beurt te maken hebben met een lappendeken van nationale, vaak fragmenterende regelgeving.

Verder moeten beleggingen, via markt of banken, in Europa vooral een zekere inkomstenstroom garanderen en niet zozeer nieuwe besparingen naar nieuwe investeringen brengen. Daardoor blijven beleggingen, of ze nu via banken of markten lopen, gericht op het genereren van zekere kasstromen uit bestaande activa, in plaats van het financieren van nieuwe economische activiteit (Bond et al., 2012; Cecchetti & Kharroubi, 2025; Tomaskovic-Devey et al., 2015). Dat systeem is goed in het herverdelen van bestaande waarde, maar onvoldoende in het creëren van nieuwe.

Wil Europa hier verandering in brengen, dan moet de focus liggen op het versterken van langetermijninvesteringen in publieke goederen: infrastructuur, kennis, onderwijs en rechtszekerheid. Dat vormt de basis waarop ondernemers en hun financiers risico's durven nemen — met eigen of geleend geld.

In het Amerikaanse ideaalplaatje zijn het de succesvolle ondernemers van 20 jaar geleden die nu met hun eigen geld, in hun eigen sector, de jonge honden onder de vleugel nemen. In Europa bestaat die cultuur veel minder. Hogere belastingen romen bij succes een deel van de winsten af en schuiven die namens de samenleving in het onderwijs, de infrastructuur, sociale zekerheid en kansen voor iedereen. Het (daardoor overvloedige maar in kleinere hoeveelheden per persoon beschikbare) spaargeld van burgers vloeit ondertussen juist via bankbalansen en niet via markten richting ondernemers. Die mogen daarmee wel wat, maar geen grote risico's nemen. Of althans, zo zou het moeten zijn.

Onze banken zijn zich namelijk, mede onder druk van wet- en regelgeving steeds meer op hypotheek en “fee-based” financiële dienstverlening en steeds minder op het verlenen van bedrijfskredieten gaan toeleggen. Ook al omdat de overheid zich terugtrok uit (succesvolle) garantiëprogramma's voor MKB en bijvoorbeeld boeren. Met name het MKB heeft daar in de afgelopen 40 jaar (!) vrijwel continue de noodklok over geluid (Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, 1987, 2016). Vooralsnog met weinig succes.

Het belangrijkste effect van de huidige voorstellen voor een Europese kapitaalmarkt is dat vaste beheerkosten en Europees toezicht de schaalvoordelen versterken en de risicotolerantie verlagen. In het rijke Europa blijft zo de risicotolerantie lager dan in het avontuurlijker ingestelde Amerika, maar ook dan bijvoorbeeld in het juist door de gedomineerde China (Ackert et al., 2020; Du, 2019). De SIU adresseert dat onderliggende probleem niet. Als je in de Europese context de transactie- maar niet de professionele beheerskosten verlaagt en het toezicht en de regelgeving harmoniseert, maar niet vereenvoudigt en risicotoleranter maakt, dan krijg je alleen maar meer en goedkoper belegd vreemd vermogen in grote tickets met een laag risicoprofiel (e.g. schuldfinanciering in de vorm van obligaties en grote pakketten gesecuritiseerde, standaardschulden als hypotheek en studieleningen). Het tekort aan de kleinere tickets met risicodragend en betrokken vermogen blijft gewoon bestaan. En voor dat laatste probleem is ook de markt niet de enige mogelijke of voor de Europese context noodzakelijkerwijs beste oplossing. Risicodragend vermogen komt in bijvoorbeeld de islamitische wereld ook gewoon via banken (die mede-eigenaar worden in plaats van schuldeiser). Dit roept de vraag op of een verschuiving naar meer markt en minder banken wel wenselijk is.

2. Wat dan wel? – Systemische veranderingen voor waardevol kapitaal

Zoals hierboven beschreven is het dysfunctionele bankensysteem geen reden om een marktsysteem (waar diezelfde banken een grote rol zullen gaan spelen) op te tuigen. De kapitaalallocatie door het bankensysteem zou juist versterkt moeten worden. De Europese SIU en nauw daarmee verweven de Bank Unie (BKU), zouden juist het gebrekkig functioneren van ons historisch sterk met de Europese economie verweven bankensysteem moeten verbeteren om de kapitaalstromen naar jonge, kleine en snelgroeiende bedrijven (weer) op gang te brengen.

2.1. Een kapitaalmarkt voor Europese multinationals

Multinationals zouden niet afhankelijk moeten zijn van gesubsidieerde toegang tot kapitaal via nieuwe beleidsinstrumenten, aangezien zij zich prima kunnen financieren op commerciële voorwaarden. Beleidsinspanningen kunnen zich beter richten op bredere maatschappelijke baten, bijvoorbeeld door het afbouwen van fiscale voordelen voor schuldfinanciering, het ontmoedigen van winstuitkeringen en eigen aandeleninkoop, en het aanpakken van fiscale arbitrage (e.g. belastingparadijzen).

Zoals eerder aangegeven, beschikken grote, gevestigde bedrijven in Nederland en Europa via investeringsbanken al over toegang tot internationale kapitaalmarkten. Voor deze bedrijven en de intermediairs die actief zijn op deze markten biedt de SIU bescheiden voordelen in de vorm van deregulering, standaardisering en lagere kapitaalkosten. De vraag is of publiek beleid zich moet richten op het verder faciliteren van deze groep. In wezen kunnen deze bedrijven hun investeringen prima zelf financieren. Als er toch sprake is van een investeringsachterstand, ligt dat vaak aan onzekerheden in het beleidsklimaat, zoals de afwezigheid van duidelijke richtlijnen voor de energietransitie of onduidelijkheid over defensiecontracten.

Voor de samenleving als geheel is er wel winst te behalen door met name de fiscale regels in de verschillende nationale jurisdicties binnen de EU beter af te stemmen en te harmoniseren. Dit moet dan echter gericht zijn op het voorkomen van belastingarbitrage en oneigenlijk geschuif met winsten en kasstromen. Daar staat in de huidige voorstellen veel minder (niets) over, want dat leidt tot minder gunstige belastingregimes voor het grootbedrijf en conform minder inkomsten voor de financiële dienstverleners die zich hiermee bezighouden en het besluitvormingsproces beïnvloeden (Next CMU High-Level Expert Group, 2019). Het voorkomen van belastingarbitrage zou voor de Europese en Nederlandse burger als belastingbetalers gunstig uitpakken, terwijl internationale

beleggers en werknemers op de Zuidas mogelijk moeten inleveren. Voor de investeringen van multinationale ondernemingen zal dit echter geen negatieve gevolgen hebben, aangezien deze niet beperkt worden door een gebrek aan financieringsmogelijkheden.

2.2. Een bankensector die Europese MKB-bedrijven helpt

Studies tonen aan dat het MKB het best wordt bediend door middel van relatiebankieren, waarbij lokale kennis, persoonlijk vertrouwen en langdurige relaties centraal staan. Beleidsfocus zou zich dan ook moeten richten op het versterken van coöperatieve, lokale en publieke banken. Voor het MKB zijn diversiteit en schaalverkleining in de bankensector belangrijker dan harmonisatie en schaalvergroting, zoals momenteel in de voorstellen wordt bepleit. Het (opnieuw) creëren van een bankensector die het MKB effectief ondersteunt, lijkt binnen de Europese context effectiever dan het ontwikkelen van een complexe, geïntegreerde kapitaalmarkt zoals die in de VS.

Het MKB is ondervertegenwoordigd op kapitaalmarkten, ook in de VS. De redenen voor die ondervertegenwoordiging liggen niet in de gefragmenteerde of complexe regelgeving, maar vooral in de schaalgrootte, het risicoprofiel en de informatieasymmetrie. Initiatieven zoals de SME Growth Markets zijn tot dusver dan ook beperkt effectief gebleken (ESMA, 2021; European Commission, 2018). Ook de EIB benadrukt het belang van lokale banken voor het verstrekken van financiering aan het MKB (Wagenvoort, 2003). Het is dus essentieel om juist banken beter in staat te stellen en te prikkelen om deze bedrijven van krediet te voorzien.

Meer heil is voor het MKB-segment te verwachten van het misschien wat ouderwetse relatiebankieren (Degryse et al., 2017; Frazzoni et al., 2014). Dat is iets duurder en risicovoller en kan daarom alleen uit met wat hogere buffers en rendementen. Dat kan allemaal pas echt weer een vlucht nemen als het betalingsverkeer eerst goed geïsoleerd is van de daarmee verbonden risico's (Sanders, 2018; Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid., 2019).

Kapitaalmarkten zijn moeilijker te reguleren en kennen structureel minder toezicht dan banken. In tijden van geopolitieke instabiliteit is robuust toezicht en snelle interventiecapaciteit essentieel. Nationale en Europese toezichthouders kunnen dit traditioneel beter uitoefenen op banken dan op markten. Om de Europese bankensector in stelling te brengen voor het MKB, is de huidige richting van SIU en BKU niet de juiste. Een Europees depositogarantiestelsel op 100.000 euro versterkt de commerciële banken, niet de depositohouders, en dwingt daarmee de toezichthouders om hun vrijheidsgraden in de kredietverlening nog verder te beperken. De lobby tegen de digitale euro als alternatief voor commerciële bankdeposito's en voor fusies tot megabanken maakt het financiële systeem in Europa kwetsbaarder en duurder. Deze schaalvergroting zal niet leiden tot meer, maar tot minder financiering voor het MKB, start-ups en scale-ups. Wij verwachten dat het keren van deze trends in de bankensector meer voordelen oplevert dan het opzetten van een Europese kapitaalmarkt naar Amerikaans model.

2.3. Een kapitaalmarkt voor Europese start-ups en scale-ups

Voor start-ups en scale-ups in Europa bieden decentralere, directe en democratische platforms voor equity- en debtcrowdfunding een veelbelovend alternatief. Als Europese retailbeleggers vaker zouden kiezen voor investeren in Europese crowdfundingplatforms in plaats van in goud, crypto of online casino's, zou de start-up- en scale-up-scene in Europa hiervan kunnen profiteren. Deze trend kan worden ondersteund door een bredere focus op financiële geletterdheid en het democratiseren van toegang tot financiële markten. Europese banken kunnen hierin een belangrijke rol spelen, niet door direct krediet te verstrekken aan start-ups of scale-ups, maar door deze nieuwe vormen van intermediatie op te zetten en te vermarkten via hun kanalen.

Voor innovatieve start-ups is risicodragend kapitaal en eigen vermogen cruciaal. Ook als een deel van de groei met vreemd vermogen gefinancierd wordt, is eigen vermogen nodig om de schuldeisers voldoende comfort te bieden. In de VS mobiliseren de markten voor venture capital dat risicodragend eigen vermogen. Europese venture capital-markten zijn en blijven, ondanks tenminste 30 jaar beleid, klein en versnipperd. Het probleem zit minder in de gefragmenteerde wetgeving dan in het ontbreken van beleggers met ervaring en gevoel voor veelbelovende uitdagers over landsgrenzen heen. In Europa ontbreken de puissant rijke, succesvolle ondernemers die in de VS en vooral in Silicon Valley zo'n prominente rol spelen in deze markten. Dat gat is niet gevuld met wat publieke fondsen en goedkopere initial public offerings (IPOs).

Er bestaan natuurlijk ook in Europa rijke individuen en families, maar die zijn minder zichtbaar en minder geneigd om heel zichtbaar te willen zijn. Europa heeft cultureel-historisch een andere verhouding met haar rijken dan de VS. Toen Bill Gates in Nederland was om over zijn Gates foundation te spreken was hij flabbergasted toen een journalist hem vroeg of het niet ondemocratisch was dat hij in zijn eentje besloot aan welke goede doelen al dat vermogen in zijn stichting besteed werd (Koelé, 2024). Was dat niet een taak voor Regering en Parlement? Gates' antwoord in de trant dat hij meer gaf dan Nederland aan de bestrijding van malaria doet even niet ter zake. De vraag illustreert dat we in Europa er niet op vertrouwen dat de rijken zelf het beste weten wat het juiste is. De Europese geschiedenis heeft ons die lessen geleerd. Dat maakt dat we in Europa aan de voorkant al zorgen dat we niet te veel en te rijke mensen hebben.

Die cultuur heeft ook effect op hoe onze rijken zich opstellen. Als het gaat om beleggen en investeren, besteden ook zij hun investeringsbeleid liever uit aan professionals. Die moeten hun keuzes achteraf kunnen verantwoorden en dan is investeren in een veelbelovende start-up veel lastiger uit te leggen dan een belegging in een goed gediversifieerd mondiaal fonds van blue chip aandelen. Deze dynamiek zorgt ervoor dat in Europa de meeste grote particuliere vermogens via professionele fondsen belegd worden en zo in stand blijven of, met de voorstellen in de SIU, gestaag aangroeien. Daarmee danken de Europese rijken hun rijkdom aan behoedzaam beleggen in plaats van durf investeren en ondernemen. Het fiscaal faciliteren van aandelenopties, soepeler ontslag- en faillissementsrecht en andere VC-totems leiden in deze setting wel tot meer inkomen voor beleggers, maar niet tot veel meer risicodragend kapitaal voor start- en scale-ups. In de Europese context ligt het meer voor de hand om in te zetten op platforms waar veel, kleinere investeerders de start- en scale-ups van hun keuze kunnen steunen.

2.4. Een kapitaalmarkt voor Europese overheden

De investeringsbehoefte in Europa ligt voornamelijk aan de publieke kant: digitale, energie- en fysieke infrastructuur vragen om een stevige impuls. Een belangrijke uitzondering op het bankgerichte beleid is daarom het voorstel tot het uitgeven van gezamenlijke Europese staatsobligaties. Zulke eurobonds zouden niet alleen de Europese kapitaalmarkten verdiepen, maar ook de financiële stabiliteit vergroten en meer beleidsruimte bieden aan lidstaten met hoge schulden. Structurele schuldreductie blijft noodzakelijk, maar is realistischer via lage herfinancieringskosten dan via de weinig effectief gebleken begrotingsregels van het Stabiliteits- en Groeipact.

Overheden profiteren slechts indirect van de SIU. In de eurozone ontbreekt nog steeds een structureel mechanisme voor risicodeling, zoals Eurobonds, dat renteversillen tussen lidstaten kan verkleinen en kapitaalmarkten kan verdiepen. Daarnaast breekt gezamenlijke schulduitgifte ook de beruchte "doom-loop" tussen banken en overheden. Met de onzekerheid in internationale markten door het grillige beleid vanuit het Witte Huis, is nu wellicht hét moment om een volwaardige Eurobonds markt op te tuigen (Financieel Management, 2025).

De onzekerheid over de dollar en de Amerikaanse staatobligaties veroorzaakt een vlucht naar veiligheid. Zonder Eurobonds, slaat dat vermogen neer bij de obligaties van met name de landen in Europa die een nog lagere rente niet echt nodig hebben. Duitsland, Nederland, Zwitserland en Zweden zijn traditioneel landen waar, in tijden van internationale onzekerheid, de wereldwijde beleggers graag hun vermogen onderbrengen. Die dynamiek kan de spanningen in de Eurozone echter vergroten, zoals we ook na de financiële crisis en de daaropvolgende eurocrisis hebben gezien (Bijlsma & Vermeulen, 2016; Costantini & Sousa, 2022). Juist als Europa als geheel zwak staat en onder spanning komt, leidt het ontbreken van een gezamenlijke, diepe en volwassen obligatiemarkt tot politieke en economische spanningen. In dergelijke episoden is het politiek onverkoopbaar om risico's te delen en gezamenlijke schuld uit te geven. Als het huis al brandt is het niet meer te verzekeren. Terwijl dan de met Eurobonds per definitie gelijke kosten van kapitaal rust kunnen geven op de nationale begrotingen en obligatiemarkten.

De zelfopgelegde begrotingsdiscipline heeft in de afgelopen decennia in bijvoorbeeld Duitsland tot achterstallig onderhoud geleid, terwijl in de minder strenge landen de begrotingsruimte die er eigenlijk niet was, is genomen voor onproductieve publieke uitgaven. Het ontbreken van een gedeeld kader voor zowel financiering als publieke investeringen, heeft Europa in de Eurocrisis bijna verscheurd. De weeffout in de financiële infrastructuur van Europa is dat bij de Euro niet is nagedacht over een automatisch systeem van risicodeling. Men vertrouwde, onterecht zo bleek, op de disciplinerende werking van markten. Door nu Europese schulden aan te gaan om te investeren in Europese publieke goederen kunnen we gebruik maken van de onrust op de internationale markten om deze weeffout te herstellen.

Waar de SIU voorziet in het “invaren” van een stuk gedeelde Europese schulden, heeft dat wat ons betreft dan ook grote voordelen in de toekomst. De tijd lijkt nu rijp. Er is grote behoefte aan met name publieke investeringen in Europa. We staan onder druk van buiten, vanuit de VS (defensie) en China (concurrentie in met name de maakindustrie) en alle Europese lidstaten moeten fors aan de bak om hun publieke energie- en digitale infrastructuur te integreren en een gezamenlijke defensie op niveau te brengen. Dat zijn “investeringen” die niet door individuele bedrijven gedaan kunnen worden en dus door het collectief zullen moeten worden opgepakt en gefinancierd. En omdat de bedreigingen van buiten komen en de efficiënte oplossingen veelal de grenzen van de individuele lidstaten overschrijden, ligt een gecoördineerde en gezamenlijke aanpak voor de hand. Dat de mondiale financiële markten naarstig op zoek zijn naar een alternatief voor de Amerikaanse staatsobligatie als veilige haven, kan daarbij alleen maar helpen. Een betrouwbare Eurobond voorziet mondiaal in een behoefte en maakt investeringen in de Europese publieke goederen betaalbaar. Het zijn deze publieke investeringen die veel private investeringen los zullen maken. Niet omdat ze in financiële markten gemakkelijker aan financiering komen, maar omdat private investeringen winstgevender zijn als de publieke infrastructuren op orde is.

Bronnenlijst

- Ackert, L., Church, B., Scheller College of Business, Georgia Tech. Atlanta, Georgia 30308, & Qi, L. (2020). Cross-Cultural Differences in the Perception of Portfolio Risk. *Review of Economics and Finance*, 18, 19–30. <https://doi.org/10.55365/1923.x2020.18.03>
- Altunbas, Y., Carbo, S., Gardener, E. P. M., & Molyneux, P. (2007). Examining the Relationships between Capital, Risk and Efficiency in European Banking. *European Financial Management*, 13(1), 49–70. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00285.x>
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>

- Bank for International Settlements. (2021). Fintech and the digital transformation of financial services: Implications for market structure and public policy. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.htm>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2021). Early lessons from the Covid-19 pandemic on the Basel reforms. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d521.pdf>
- Baskaran, K., & Kishore, H. R. (2024). A study on the evolution and impact of regulatory frameworks in investment banking. *International Journal of Multidisciplinary Trends*, 6(12), 100–104. <https://doi.org/10.22271/multi.2024.v6.i12b.542>
- Beck, T., & Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: *Journal of Financial Economics*, 64(2), 147–180. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00074-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00074-0)
- Bezemer, D. (2021). Financialisering kan verklaring zijn voor macro-economische ‘puzzels’. ESB. <https://esb.nu/financialisering-kan-verklaring-zijn-voor-macro-economische-puzzels/>
- Bezemer, D. J. (2020). Een land van kleine buffers: Er is genoeg geld, maar we gebruiken het verkeerd. Uitgeverij Pluim.
- Bijlsma, M., & Vermeulen, R. (2016). Insurance companies’ trading behaviour during the European sovereign debt crisis: Flight home or flight to quality? *Journal of Financial Stability*, 27, 137–154. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.11.001>
- Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). The Real Effects of Financial Markets. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1976347>
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261–283. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00029-6](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00029-6)
- Cecchetti, S., G., & Kharroubi, E. (2025). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? BIS Working Papers No 490. <https://www.bis.org/publ/work490.pdf>
- CEPS-ECMI Task Force. (2019). Rebranding Capital Markets Union A market finance action plan. <https://aei.pitt.edu/100400/1/Rebranding-Capital-Markets-Union.pdf>
- Corredera-Catalán, F., Di Pietro, F., & Trujillo-Ponce, A. (2021). Post-COVID-19 SME financing constraints and the credit guarantee scheme solution in Spain. *Journal of Banking Regulation*, 22(3), 250–260. <https://doi.org/10.1057/s41261-021-00143-7>
- Costantini, M., & Sousa, R. M. (2022). What uncertainty does to euro area sovereign bond markets: Flight to safety and flight to quality. *Journal of International Money and Finance*, 122, 102574. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102574>
- De Nederlandsche Bank. (2023). Dutch pension funds invest more in the Netherlands. <https://www.dnb.nl/en/general-news/statistical-news/2023/dutch-pension-funds-invest-more-in-the-netherlands/>
- De Nederlandsche Bank. (2024). Rise of BigTechs in financial services sector requires adjustments in supervision. <https://www.dnb.nl/en/general-news/news-2021/rise-of-bigtechs-in-financial-services-sector-requires-adjustments-in-supervision/>
- Degryse, H., Matthews, K., & Zhao, T. (2017). Relationship banking and regional SME financing: The case of Wales. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 8(1), 93. <https://doi.org/10.1504/IJBAAF.2017.085324>
- Draghi, M. (2024). The Draghi report: A competitiveness strategy for Europe. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059
- Du, L. (2019). Differences in risk culture in Europe & China, and its implication in the banking industry—A comparative study. [PhD Thesis].
- Eichengreen, B. (2021). Financial regulation in the age of the platform economy. *Journal of Banking Regulation*. <https://doi.org/10.1057/s41261-021-00187-9>
- ESMA. (2021). MiFID II Review Report. MiFID II review report on the functioning of the regime for SME Growth Markets. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-report-sme-growth-markets>

- European Central Bank. (2004). Shaping the payment system: A central bank's role. Speech by Tommaso Padoa-Schioppa.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2004/html/sp040513_1.en.html
- European Central Bank. (2023). Capital Markets Union: A deep dive. ECB Occasional Paper No. 369. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op369~246a103ed8.en.pdf>
- European Central Bank. (2024). Payments statistics: First half of 2023.
<https://www.ecb.europa.eu/press/stats/paysec/html/ecb.pis2023~b28d791ed8.el.html>
- European Central Bank. (2025). Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) in the euro area—April to September 2023.
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202504~3839a2deca.en.html
- European Commission. (2018). Impact assessment accompanying the proposal for a regulation on the promotion of the use of SME growth markets. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/da33dd58-5f4e-11e8-ab9c-01aa75ed71a1>
- European Commission. (2020). High-Level Forum on CMU.
https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-forum-capital-markets-union_en#details
- Fazzari, S., Hubbard, R., & Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers, 1.
- Financial Conduct Authority. (2024). The growth gap: A literature review of regulation and growth. Research note.
- Frazzoni, S., Mancusi, M. L., Rotondi, Z., Sobrero, M., & Vezzulli, A. (2014). Innovation and export in SMEs: The role of relationship banking. Working paper.
<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/170615/1/disce-wp018.pdf>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 145–168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
- Greenwood, R., & Scharfstein, D. (2013). The Growth of Finance. Journal of Economic Perspectives, 27(2), 3–28. <https://doi.org/10.1257/jep.27.2.3>
- Jakab, Z., & Kumhof, M. (2015). Banks are Not Intermediaries of Loanable Funds And Why this Matters. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2612050>
- Koelé, T. (2024). Bill Gates is teleurgesteld in Nederland. De Volkskrant.
<https://www.volkskrant.nl/economie/bill-gates-is-teleurgesteld-in-nederland~b1afdf5b/>
- Lundtofte, F., & Nielsen, C. Y. (2017). Banks' Credit-Portfolio Choices and Risk-Based Capital Regulation. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2674236>
- Next CMU High-Level Expert Group. (2019). Savings and Sustainable Investment Union.
- OECD. (2022). Financing SMEs and Entrepreneurs 2022: An OECD Scoreboard. OECD.
<https://doi.org/10.1787/e9073a0f-en>
- Philippon, T., & Reshef, A. (2012). Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909–2006*. The Quarterly Journal of Economics, 127(4), 1551–1609.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjs030>
- Sanders, M. (2018). Privatiseren banken hard nodig. ESB. https://esb.nu/wp-content/uploads/2022/11/zPwm1XizZtDO9uy0c6_EzLDj6TQ.pdf
- Tomaskovic-Devey, D., Lin, K.-H., & Meyers, N. (2015). Did financialization reduce economic growth? Socio-Economic Review, 13(3), 525–548. <https://doi.org/10.1093/ser/mwv009>
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2020). U.S. Credit Markets Interconnectedness and the Effects of the COVID-19 Economic Shock. https://www.sec.gov/files/us-credit-markets_covid-19_report.pdf
- Wagenvoort, R. (2003). SME finance in Europe: Introduction and overview. EIB paper.
<https://www.econstor.eu/handle/10419/44826>
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. (1987). Op maat van het midden- en kleinbedrijf. <https://www.wrr.nl/publicaties/rapporten/1987/06/15/op-maat-van-het-midden-en-kleinbedrijf>

- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. (2016). Het financieel stelsel in historisch perspectief. <https://www.wrr.nl/publicaties/working-papers/2016/02/17/het-financieel-stelsel-in-historisch-perspectief>
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. (2019). Geld en schuld: De publieke rol van banken. <https://www.wrr.nl/publicaties/rapporten/2019/01/17/geld-en-schuld---de-publieke-rol-van-banken>

Deze factsheet is tot stand gekomen in het kader van de samenwerking van de Tweede Kamer met De Jonge Akademie, de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen (KNAW), de Nederlandse Federatie van Universitair Medische Centra (NFU), de Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek (NWO), TNO en de Vereniging Universiteiten van Nederland (UNL).



Disclaimer

De Jonge Akademie, KNAW, NFU, TNO en UNL bemiddelen tussen parlementaire kennisvraag en wetenschappelijk kennisaanbod. De informatie in het kader van Parlement en Wetenschap is afkomstig van vooraanstaande wetenschappers, maar niet onderworpen aan peer review en niet door de wetenschaps-organisaties geverifieerd.