



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 18.10.2000
KOM(2000) 658 endelig

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-
PARLAMENTET**

STATUSRAPPORT OM HANDLINGSPLANEN FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

.

.

RESUMÉ

Denne meddelelse redegør for, hvilke fremskridt der er sket med gennemførelsen af strategien for udvikling af EU's marked for risikovillig kapital i lyset af konklusionerne fra det særlige Europæiske Råd i Lissabon og fristen i 2003 for fuld gennemførelse af handlingsplanen for risikovillig kapital ("Risk Capital Action Plan" (RCAP)).

EU's marked for risikovillig kapital udviste meget gode resultater i 1999, men er stadig lille og fragmenteret sammenlignet med USA's. Selv om der ikke er nogen tegn på en generel markedsfejl, ligger især investeringerne i den tidlige udviklingsfase og teknologiinvesteringerne på et lavt niveau. En videreudvikling af EU's marked for risikovillig kapital kræver et øget tempo i markedsintegrationen, lempelse af en række landespecifikke restriktioner for en effektiv markedsfunktion og mere generelt fremme af en mere udbygget iværksætterkultur.

Hvis handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser ("Financial Services Action Plan" (FSAP)) gennemføres efter planen, vil dette være et vigtigt skridt på vejen mod et mere integreret EU-marked for risikovillig kapital. En bred vifte af foranstaltninger under FSAP, som er relevante for markedet for risikovillig kapital, er for nylig blevet vedtaget af Kommissionen eller er under forberedelse i Kommissionens tjenestegrene. Endvidere vil det af Kommissionen foreslåede fællesskabspatent i høj grad medvirke til at reducere omkostningerne og øge retssikkerheden for innovative virksomheder, der ønsker at operere uden for deres egen medlemsstat. Det er helt afgørende, at alle relevante parter samarbejder for at sikre, at der snarest muligt opnås enighed om at indføre disse foranstaltninger ved fællesskabslovbestemmelser.

Strukturreformerne til fremme af risikovillig kapital på nationalt plan skrider frem. I adskillige medlemsstater er nogle af de reguleringsmæssige restriktioner i de institutionelle investeringer på aktiemarkederne blevet lempet, og de administrative procedurer for start af virksomhed er blevet forenklet. Der er derimod ikke gjort ret meget for at råde bod på den negative virkning, som konkurs- og insolvensprocedurerne i de fleste medlemsstater har. Der er også kun opnået beskedne fremskridt med at fjerne de fiskale hindringer for investeringer i risikovillig kapital, idet der i nogle medlemsstater blot er foretaget tilpasninger i beskatningen af selskabers overskud og kapitalgevinster. Skattereformerne må dog nødvendigvis fremskyndes og udvides, hvis RCAP skal gennemføres til tiden.

På fællesskabsplan er der taget en række initiativer for at fremme en iværksætterkultur. Iværksætteri er en af hovedhjørnestenene i beskæftigelsesretningslinjerne. De af Kommissionen foreslåede retningslinjer for 2001 slår til lyd for større bevidsthed omkring iværksætteri i samfundet i bred forstand, og Den Europæiske Socialfond finansierer en række undervisnings- og uddannelsesprogrammer på området. Kommissionen har desuden søgt at fremme innovation overalt i EU ved f.eks. at fremdrage den praksis, der benyttes i de regioner, der har mest succes på dette felt. Medlemsstaterne har også taget foranstaltninger på dette område, især ved at fremme iværksætteri gennem finansiering af de relevante fag på private og statslige universiteter, ved at fremme teknologioverførsel til SMV og ved at fremme samarbejde mellem SMV, akademiske kredse og større virksomheder.

Den filosofi, der ligger til grund for strategien for udvikling af EU's marked for risikovillig kapital, lægger hovedvægten på at skabe et miljø, der er befordrende for skabelse og opretholdelse af nye og innovative virksomheder. I overensstemmelse med denne filosofi har offentlig finansiering kun en begrænset rolle at spille som et middel til at rette op på

konstaterede markedsfejl. Som i alle tilfælde af offentlig finansiering skal fordelene dog vejes op imod risikoen for markedsfordrejninger og, især inden for risikovillig kapital, risikoen for at forflytte eller fortrænge aktivitet i den private sektor.

Der mangler endnu meget, før EU's marked for risikovillig kapital bliver bragt på omgangshøjde med USA's. Med henblik herpå er det afgørende, at RCAP gennemføres inden fristen i 2003.

1. INDLEDNING

*Risikokapital-
investeringernes
store betydning for
en bæredygtig
økonomisk vækst og
jobskabelse blev
anerkendt i konklusionerne fra det
særlige Europæiske
Råd i Lissabon.*

Selv om det er et lille marked i forhold til andre finansielle markeder, har markedet for risikovillig kapital¹ enestående betydning som kilde til egenkapitalfinansiering til unge og innovative virksomheder. Som det blev fremhævet i meddelelsen fra 1998 om risikovillig kapital², tyder adskillige undersøgelser på - selv om beskæftigelsesvirkningerne ikke kan kvantificeres nøjagtigt - at innovative SMV's aktiviteter har et højt beskæftigelsesindhold. Forskellige undersøgelser har desuden peget på, at venturekapitalfinansiering og den første udbydelse til offentligheden (IPO) kan spille en rolle for højvækstselskabernes udvikling. Derved har et veludbygget og effektivt marked for risikovillig kapital en væsentlig rolle at spille som middel til at stimulere en bæredygtig økonomisk vækst og jobskabelse.

*Denne meddelelse
har til formål at
vurdere strategien
for udvikling af EU's
marked for risikovillig
kapital i lyset af
konklusionerne fra
Det Europæiske Råd
i Lissabon.*

Fremme af iværksætter og innovation står centralt i strategien for opbygning af en videnbaseret EU-økonomi, som det blev formuleret i konklusionerne fra det særlige Europæiske Råd i Lissabon (marts 2000). Som følge heraf udpegede Rådet udviklingen af et fælleseuropæisk marked for risikovillig kapital som en højt prioriteret opgave. Rådet slog også til lyd for, at handlingsplanen for risikovillig kapital (RCAP), jf. bilag til meddelelsen om risikovillig kapital fra april 1998, blev gennemført senest i 2003. RCAP foreslår initiativer, som skal tages på fællesskabsplan og/eller medlemsstatsplan inden for områderne markedsfragmentering, institutionelle og reguleringsmæssige barrierer, beskatning, mangel på hightech-SMV, menneskelige ressourcer og kulturelle barrierer. Kommissionen har fremlagt en første detaljeret rapport (oktober 1999) om gennemførelsen af RCAP³. Den næste gennemførelsesrapport vil blive baseret på den overvågnings- og benchmarkingmekanisme, der er beskrevet i bilag 1⁴. Denne meddelelse har det mere begrænsede formål at vurdere strategien for udvikling af EU's marked for risikovillig kapital, så den tager hensyn til konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon. Navnlige foreslås det, at der opstilles prioriterede indsatsområder, så det sikres, at RCAP gennemføres inden udløbet af 2003-fristen.

Meddelelsen er opbygget på følgende måde. Afsnit 2 beskriver den sammenhæng, som strategivurderingen indgår i, ved kort at opsummere de vigtigste begivenheder på EU's marked for risikovillig kapital i 1999. I afsnit 3 vurderes fremskridtet med gennemførelsen af strategien ud fra

¹ Markedet for risikovillig kapital omfatter uformelle investeringer foretaget af "business angels", mere formelle venturekapitalinvesteringer og investeringer på specialiserede markeder for nystiftede potentielle højvækstvirksomheder.

² "Risikovillig kapital: En nøgle til jobskabelse i Den Europæiske Union", SEK(1998) 552.

³ "Risikovillig kapital: Gennemførelse af handlingsplanen: Forslag til at komme videre", KOM(1999) 493, og bilaget hertil, arbejdsdokumentet fra tjenestegrenene, SEK(1999) 1725.

⁴ Medlemsstaternes myndigheder er allerede blevet hørt om overvågnings- og benchmarkingmekanismen.

tre hovedindfaldsvinkler, nemlig foranstaltninger til fremme af markedsintegration, strukturreformforanstaltninger og foranstaltninger til fremme af en iværksætterkultur. Den rolle, offentlig finansiering spiller, behandles også kort. Afsnit 4 indeholder en række generelle konklusioner.

2. VIGTIGSTE BEGIVENHEDER PÅ EU'S MARKED FOR RISIKOVILLIG KAPITAL I 1999

2.1. En udvikling i klar forbedring

Alle segmenter af EU's marked for risikovillig kapital opnåede gode resultater i 1999.

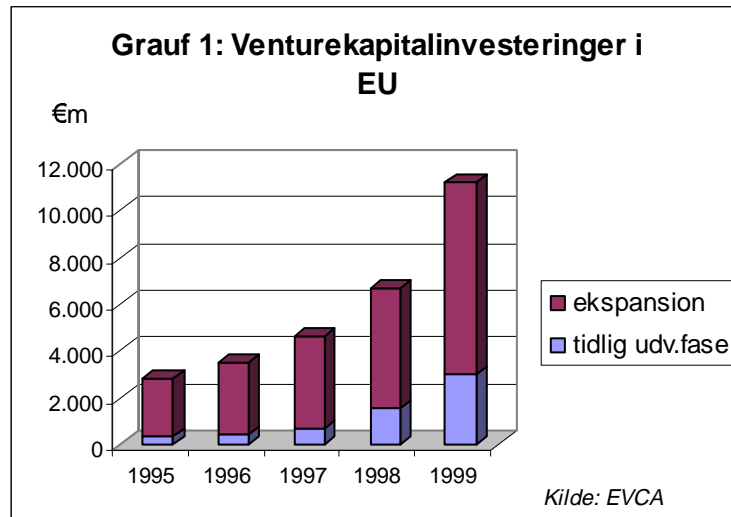
EU's marked for risikovillig kapital opnåede gode resultater i 1999 og tegner sig nu for omkring 5% af den samlede kapital, der rejses på alle EU's aktiemarkeder. Dette gunstige resultat har omfattet alle segmenter af markedet for risikovillig kapital, dvs. investeringer foretaget af "business angels", venturekapitalinvesteringer og højvækstegenkapitalmarkedet. "Business angels" er individuelle investorer, som investerer i små og mellemstore virksomheder. Manglende data gør det vanskeligt at overvåge aktiviteten hos "business angels" systematisk, men der er dog tegn på, at antallet af aktive "business angels" i Europa er voksende. I 1998 og 1999 er antallet af "business angels"-netværk i EU næsten blevet fordoblet til i alt 110 aktive netværk. 80% af netværkene er dog beliggende i kun tre medlemsstater.

Venturekapitalinvesteringerne i EU steg med 70% i forhold til 1998.

Data om de formelle venturekapitalinvesteringer er lettere tilgængelige, og de viser en stigning på 70% til omkring 12 mia. EUR (0,14% af BNP) i 1999 fra omkring 7 mia. EUR (0,09% af BNP) i 1998⁵. Denne meget kraftige stigning ses både afspejlet i antallet af investeringer (stigning på 56%) og i antallet af finansierede selskaber (stigning på 44% omfattende omkring 7 300 virksomheder). Selv om EU's private egenkapitalmarked traditionelt har fokuseret på mere rentable investeringer i en senere udviklingsfase, f.eks. "management buy-outs" (MBO), er det værd at bemærke, at investeringer i den tidlige udviklingsfase blev fordoblet til omkring 3 mia. EUR i 1999 i forhold til 1998 og var ti gange større end i 1995⁶. En analyse af den forventede fordeling af tilvejebragte investeringsmidler i 1999 bekræfter denne tendens, idet ca. 5,5 mia. EUR (22% af de samlede investeringsmidler) er øremærket til fremtidige investeringer i den tidlige udviklingsfase.

⁵ Disse statistikker omfatter ikke Luxembourg, som der ikke foreligger data for.

⁶ Investeringer i den tidlige udviklingsfase, som er en afgørende fase i et selskabs udvikling, er højrisiko-investeringer og har generelt givet et lavere afkast end MBO. Forrentningen af investeringer i den tidlige udviklingsfase er dog blevet forbedret i takt med, at EU's venturekapitalmarked er modnet, og forskellen i afkast i forhold til afkastet fra MBO er blevet indsnævret.



EU's aktiemarkeder for unge og innovative selskaber oplevede kraftig vækst i 1999.

Ved vurderingen af udviklingen på EU's marked for risikovillig kapital skal resultaterne på de specialiserede aktiemarkeder for højvækst-selskaber også tages i betragtning. Disse markeder, som har nær tilknytning til venturekapitalaktiviteten, fordi de frembyder en vigtig "exit route" for investorerne, oplevede kraftig vækst på verdensplan i 1999. Denne vækst har haft stor indflydelse på fremskridtet med en mere udbygget finansierings- og iværksætterkultur i EU. EU-markederne for unge højvækstvirksomheder udviste ekstraordinært gode resultater og fortsatte den stærkt stigende tendens, de har oplevet, siden de blev etableret i slutningen af 1990'erne. I betragtning af den kraftige stigning i aktiepriserne i månederne forinden må den kraftige nedgang i aktiepriserne efter marts 2000 primært betragtes som en markeds-korrektion og et skridt i retning af voksende modenhed i denne type investeringer⁷. Lige så betydningsfuld som de stigende aktiepriser har den kraftige stigning i antallet af noterede virksomheder på disse markeder været. Neuer Markt kunne for nylig notere sit 300. selskab, mens ca. 140 selskaber er noteret på Le Nouveau Marché og omkring 430 på AIM. Adskillige nye specialiserede markeder blev etableret i 1999 og 2000, bl.a. Nuovo Mercato i Italien og Nuevo Mercado i Spanien. I alt 10 mia. EUR blev rejst på alle EU's specialiserede markeder (heraf 80% på Neuer Markt) i løbet af hele året 1999, og yderligere 13 mia. EUR er allerede blevet rejst i løbet af de første seks måneder af 2000.

⁷ Disse markeder vil formentlig blive præget af betydelig prisvolatilitet på grund af aktivernes højrisikokarakter, ringe størrelse og de noterede aktiers begrænsede effekt på likviditeten.

Tabel : De vigtigste specialiserede markeder for SMV-finansiering, situationen pr. 30.6.2000

	Euro. NM					EASDAQ	AIM	Tech-MARK ¹	NASDAQ
	Le Nouveau Marché (Paris)	Neuer Markt	NMAX	Euro.NM (Brüssel)	Nuovo Mercato				
Oprettet	Mar. 96	Mar. 97	Mar. 97	Mar. 97	Jun. 99	Nov. 96	Jun. 95	Nov. 99	Feb. 71
Antal noterede selskaber (A)	467					62	429	220	4 843
	140	281	15	16	15				
Kapitalisering (Mrd €) (B)	240					50	22.6	1 006	5 818
	27	191	1.7	0.5	20				
Rejst kapital (indev.år,mia. €)	13.4					0.3	1.6	3.1	33.2
	1.2	9.5	0.4	0	2.3				
Gens. Kapitalisering pr.selskab (mio €) (B)/(A)	513					806	53	4 574	1 201
	192	678	116	31	1 340				
Udvekslet kapital (mio €/dag) ²	537					32	48	3 633	76 680
	37	442	5	0.2	53				
Resultat i indeks siden 30.12.1999	+17%					-8%	-11%	-8%	-3%
	+26%	+17%	+ 4%	+14%	+2%				

Kilder : Euro.NM, EASDAQ, LSE, NASDAQ, egne beregninger.

1 Siden oprettelsen den 4.11.1999.
2 I gennemsnit, indeværende måned.

2.2. Mange forskellige kræfter bestemmer markedsudviklingen

De fremskridt, der er opnået med at udvikle EU's marked for risikovillig kapital, skal ses i sammenhæng med de dybtgående forandringer, der er sket i hele EU's finansielle system. Disse forandringer er for en stor dels vedkommende en reaktion på den bredere globalisering. Anvendelsen af nye og avancerede teknologier inden for det internationale finansielle system har tilført en ny konkurrencedimension, idet de geografiske barrierer er blevet nedbrudt, og der er blevet vendt op og ned på de traditionelle markedsstrukturer (f.eks. via fremkomsten af automatiserede handelssystemer). De finansielle markeder og formidlere har reageret på disse forandringer ved at udvikle globale markedsstrategier, som indebærer at vokse sig større gennem fusioner og virksomheds-overtagelser og operere på verdensomspændende basis. Markederne for risikovillig kapital har også oplevet store forandringer, selv om de er mindre globaliserede end andre finansielle markeder. Bl.a. har den typiske struktur i investeringsprojekter, der finansieres via de finansielle markeder, ændret sig i form af, at der er en stigende tendens til, at de såkaldte "ny økonomi"-virksomheder søger direkte finansiering via de specialiserede egenkapitalmarkeder. Denne type virksomheder har ofte behov for en stor kapitaltilførsel over en række år, før de bliver rentable, men deres høje indtjeningspotentiel har tiltrukket investorer. Det tydeligste eksempel på dette fænomen har været inden for informations-teknologisektoren, hvor der har været en voldsom fremgang i antallet af noteringer på aktiemarkedet affødt af høj investorefterspørgsel efter IT-selskabers aktier.

Udviklingen af EU's marked for risikovillig kapital skal ses i den bredere sammenhæng af globaliseringen og det teknologiske fremskridt

EU's marked for risikovillig kapital er også influeret af specifikke faktorer

Inden for Den Europæiske Union er omlægningen af de finansielle markeder – herunder markederne for risikovillig kapital – blevet intensivert gennem en forøget indsats for at virkeliggøre det indre

som integrationen på de finansielle markeder og indførelsen af euroen.

marked for finansielle tjenesteydelser og indførelsen af euroen. Den kombinerede effekt af disse mere EU-specifikke faktorer vil blive at sætte skub i skabelsen af dybe, brede og likvide finansielle markeder. Mere indirekte frigør den finanspolitiske disciplin, ØMU har afstedkommet, ekstra kapital til private investeringer ved at nedbringe den offentlige sektors finansieringsbehov og stimulere en "crowding in"-effekt. Privatiseringer af statsejede virksomheder – ofte knyttet sammen med budgetkonsolideringsstrategier - har øget udbuddet af aktier. I mange medlemsstater, herunder Tyskland, Frankrig og Det Forenede Kongerige, er antallet af husholdninger, der er aktieejere, steget kraftigt i de senere år, hvilket har været affødt af generelt stigende aktiepriser samt den offentlige sektors fortsatte opgivelse af erhvervsmæssige aktiviteter. På denne generelle baggrund er aktiviteten inden for risikovillig kapital også blevet øget, idet investorerne søger at opnå et højere afkast på deres investeringer og at reducere bankindeståenders andel i deres portefølje.

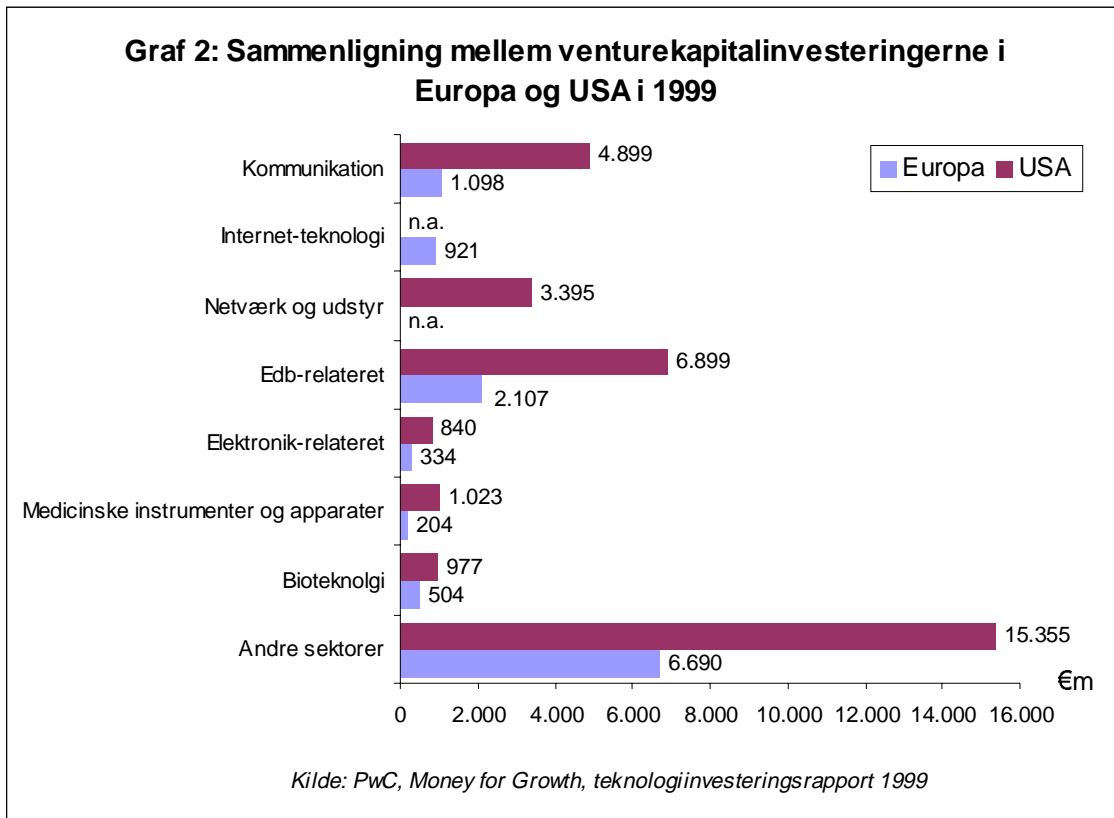
2.3. Stadig muligheder for forbedringer

På trods af de fremskridt, der er sket i 1999, er EU's marked for risikovillig kapital stadig lille i forhold til USA's, især hvad angår investeringer i den tidlige udviklingsfase og investeringer inden for teknologisektoren. Venturekapitalinvesteringerne i USA steg til 33 mia. EUR i 1999, en stigning på 150% i forhold til 1998. Af dette beløb var 13 mia. EUR (42%) investeringer i den tidlige udviklingsfase – hvilket var mere end de samlede venturekapitalinvesteringer i EU og mere end fire gange så meget som EU's investeringer i den tidlige udviklingsfase. Det europæiske marked for venturekapital i den tidlige udviklingsfase er fortsat lille og mangler gennemsigtighed, og det er karakteriseret af en begrænset sammenhæng mellem risiko og afkast. Denne ugunstige sammenligning stiller den seneste tids ekspansion på EU's marked for risikovillig kapital i relief og viser, hvor store udfordringer der stadig skal overvindes. På den anden side skal det bemærkes, at stigningen i venturekapitalinvesteringerne i USA i 1999 primært har sin forklaring i en stigning i størrelsen af de enkelte transaktioner snarere end i en stigning i antallet af investeringer. De enkelte transaktioners forholdsvis store størrelse på det amerikanske marked kan til dels tilskrives en højere procentdel af teknologiinvesteringer, især i Internet-baserede tjenester. I 1999 beløb investeringer i teknologisektoren (primært softwaresektoren, telekommunikation og Internet-baserede tjenester) sig til 18 mia. EUR i USA, men kun til en smule over 5 mia. EUR⁸ i Europa. Nogle kommentatorer har fortolket den voksende størrelse i de amerikanske transaktioner som en spekulationsbetonet "luftboble" og har stillet spørgsmålstegn ved kvaliteten af nogle af de seneste

EU ligger fortsat bagefter USA i venturekapitalinvesteringer, især i teknologisektoren.

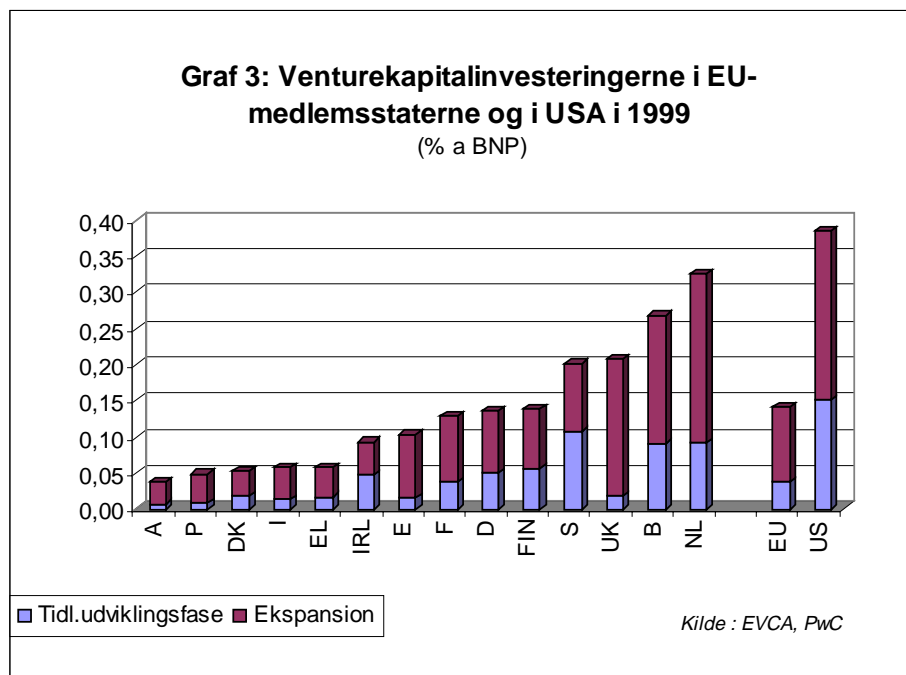
⁸ De europæiske og amerikanske data er ikke direkte sammenlignelige, fordi den europæiske undersøgelse inkluderer usikret gæld, hvorimod den amerikanske undersøgelse ikke inkluderer gæld, og fordi den amerikanske undersøgelse inkluderer teknologirelaterede investeringer i andre sektorer uden for teknologisektoren (f.eks. den nye mediekategori og IT-konsulenttjenester inden for kategorien for forretningsservice).

venturekapitalinvesteringer.



Forskellene i medlemsstaternes resultater afspejler fragmenteringen på EU's venturekapitalmarked.

EU's marked for risikovillig kapital står sig også dårligt i sammenligningen med det amerikanske marked derved, at det er yderst fragmenteret med ringe grænseoverskridende aktivitet. Denne fragmentering ses afspejlet i de markante forskelle i resultaterne i de forskellige medlemsstater. I 1999 lå forskellen i omfanget af venturekapitalinvesteringer fra 0,32% af BNP i Nederlandene til 0,04% af BNP i Østrig. Der kan sondres mellem tre grupper af medlemsstater: i) Nederlandene, Belgien, Det Forenede Kongerige og Sverige med venturekapitalinvesteringer på over 0,2% af BNP og stort set sammenlignelige med situationen i USA året før, ii) Finland, Tyskland, Frankrig, Spanien og Irland med et omfang på mellem 0,1% og 0,2% af BNP og så iii) Grækenland, Italien, Danmark, Portugal og Østrig, hvor venturekapitalmarkedet udgør under 0,1% af BNP. Et lignende mønster kan konstateres for investeringer i den tidlige udviklingsfase med Det Forenede Kongerige som markant undtagelse, idet investeringer i den tidlige udviklingsfase her udgør under 0,02% af BNP på trods af det forholdsvis store venturekapitalmarked. Medlemsstaterne udviser også store forskelle med hensyn til investeringer i teknologisektoren, hvor mere end 50% af venturekapitalinvesteringerne går til teknologiinvesteringer i Belgien, Frankrig, Irland og Sverige, men hvor der er meget få teknologiinvesteringer på de mindre veludbyggede markeder i Østrig, Grækenland og Portugal.



*Fragmentering
kendetegner også
de specialiserede
aktiemarkeder i EU.*

Som det er tilfældet med venturekapitalmarkedet, er EU's aktiemarked for unge højvækstvirkksomheder også fragmenteret med markante forskelle i de opnåede resultater fra medlemsstat til medlemsstat. Sammenligninger på tværs af grænserne vanskeliggøres af de enkelte nationale markeders særpræg. Forskellenes omfang illustreres af kontrasten mellem Neuer Markt og AIM. Neuer Markt har en gennemsnitlig markeds kapitalisering på 680 mio. EUR og 40 udenlandske noteringer⁹, og 70% af alle noterede selskaber tilhører teknologi-sektoren, mens AIM har en gennemsnitlig markeds kapitalisering på kun 53 mio. EUR med hovedsagelig UK-baserede noterede selskaber og kun 15% af de noterede selskaber i teknologi-sektoren. Efterhånden som den finansielle integration i EU skrider frem, kan det forventes, at der vil opstå et fælleseuropæisk aktiemarked for højvækstvirkksomheder. Fusionen mellem fondsbørserne i Bruxelles, Amsterdam og Paris med henblik på etablering af Euronext er et skridt i denne retning.

*På trods af de
fremskridt, der er
sket i 1999, må
strategien for
udvikling af EU's
marked for risikovillig
kapital gennemføres
hurtigst muligt.*

3. STRATEGIEN FOR UDVIKLING AF EU'S MARKED FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

De gode resultater, der er opnået på EU's marked for risikovillig kapital i 1999, giver grund til optimisme. EU-markedet frembyder dog fortsat markant dårligere resultater end USA's. Selv om der ikke er tegn på et generelt fejlslagent marked inden for Den Europæiske Union, peger de forskellige resultater i medlemsstaterne på, at markedsfragmenteringen frembyder problemer, og at der findes landespecifikke restriktioner for

⁹ Hvoraf 25% er østrigske, idet der ikke findes et sådant marked i Østrig.

et mere effektivt fungerende marked. Mere generelt synes de dårlige resultater på EU's marked for risikovillig kapital også at kunne tilskrives en utilstrækkelig udbygget iværksætterkultur i mange af medlemsstaterne. Alle disse faktorer er et fingerpeg om, at det er nødvendigt at gennemføre RCAP senest til fristen i 2003.

I dette afsnit vurderes strategien for udvikling af EU's marked for risikovillig kapital ud fra tre hovedindfaldsvinkler. De er i) foranstaltninger til fremme af markedsintegrationen, ii) strukturreformer for at rette op på de landespecifikke markedsrestriktioner og iii) foranstaltninger til fremme af en iværksætterkultur i medlemsstaterne. Opmærksomheden er både rettet mod de hidtidige fremskridt og mod de foranstaltninger, der endnu mangler at blive gennemført under RCAP, idet der sondres mellem foranstaltninger, der hører under EU's ansvar, og foranstaltninger under medlemsstaternes ansvar. Den rolle, offentlig finansiering spiller for udviklingen af EU's marked for risikovillig kapital, behandles også kort.

3.1. Foranstaltninger til fremme af markedsintegrationen

Elimineringen af kursrisikoen mellem landene i euroområdet har gjort de gældende matchingkrav mellem aktiver og passiver forældede og peger i retning af, at porteføljetildelingsbeslutninger i stigende grad bør være "sektorbetingede" i stedet for "landebetingede". Den konvergens i den økonomiske politik, som ØMU indebærer, ventes yderligere at mindske de landespecifikke faktorer, der er bestemmende for investeringsbeslutninger. Den hidtidige værdiansættelse af selskaber tyder dog ikke på, at der i væsentlig grad er sket en omlægning til sektorspecifik værdiansættelse. En sandsynlig forklaring herpå er den fortsatte fragmentering af EU's finansielle markeder. Foranstaltninger til fremme af en passende grad af markedsintegration er derfor et centralt element i strategien fra Det Europæiske Råd i Lissabon for stimulering af mere effektive finansielle markeder i almindelighed og mere effektive markeder for risikovillig kapital i særdeleshed.

Markedsfragmenteringen indebærer, at investeringsbeslutninger fortsat primært er "landebetingede".

Det Europæiske Råd i Lissabon gav en vigtig impuls til integrationen på EU's finansielle markeder og især EU's markeder for risikovillig kapital. I punkt 20 i formandskabets konklusioner hedder det, at "det er vigtigt ... at fremme integrationen af EU's finansielle markeder", og at "effektive markeder for risikovillig kapital spiller en stor rolle i forbindelse med innovative højvækst-SMV'er og skabelsen af nye, varige arbejdspladser". Punkt 21 er mere specifikt og stiller krav om, at der tages skridt til at gennemføre handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser (FSAP) senest i 2005 og RCAP senest i 2003. Ydermere fremhæver punktet vigtigheden af visse prioriterede indsatsområder under FSAP, bl.a. to indsatsområder, som er yderst relevante for RCAP: i) at fremme den videst mulige adgang til investeringskapital i hele EU, bl.a. for SMV'er, ved hjælp af ét fælles "emittentpas" og ii) at gøre det lettere for alle investorer at få udbytte af deres deltagelse i et integreret marked ved, at hindringerne for investering i pensionsfonde fjernes.

Rettidig gennemførelse af handlingsplanen for finansielle tjenesteydelser til sikring af integration på EU's finansielle markeder.

FSAP på rette kurs

Gennemførelsen af FSAP (som alle foranstaltninger af regulerings-

mod gennemførelse senest i 2005.

mæssig finansiell karakter i RCAP er blevet integreret i) skrider frem i rimeligt tempo. Der er allerede blevet forelagt to statusrapporter for Rådet (november 1999 og maj 2000)¹⁰. En tredje statusrapport vil blive forelagt for Rådet den 27. november 2000. Efter anmodning fra Rådet på dets møde den 17. juli 2000 omfatter den to nye elementer: i) en prioriteringsrelateret "kritisk vej" for at opfylde målsætningerne i FSAP senest i 2005 og ii) mulige indikatorer (benchmark) til måling af fremskridtet hen imod opnåelse af de økonomiske fordele ved en integreret finansiell sektor i EU. Den prioritetsrelaterede kritiske vej i FSAP vil tage hensyn til fristen fra Det Europæiske Råd i Lissabon for gennemførelse af RCAP (2003). Af særlig betydning for udviklingen af EU's marked for risikovillig kapital vil være en rettidig vedtagelse af direktivet om forsigtighedsstilsyn med tillægspensionsfonde, de to direktiver om kollektive investeringsinstitutter (UCITS) og ændringerne af prospektdirektiverne samt den lovgivningsmæssige opfølgning af meddelelsen om EU's regnskabsstrategi.

Vismandsudvalg skal se på de praktiske arrangementer for anvendelse af EU-reglerne.

Rådet traf den 17. juli 2000 en anden betydningsfuld beslutning, som skulle fremme integrationen af EU's finansielle markeder. Den var at nedsætte et "Vismandsudvalg"¹¹ med Alexandre Lamfalussy som formand. Til opfølgning af FSAP skal dette udvalg se på de praktiske arrangementer for gennemførelse af EU-reglerne og fremlægge forslag til scenarier for tilpasning af gængs praksis, så der sikres større konvergens og samarbejde mellem de regeludstedende myndigheder.

Blandt de relevante indsatsområder under både FSAP og RCAP, hvor der er sket fremskridt, kan nævnes:

En række foranstaltninger er for nylig blevet vedtaget af Kommissionen eller er under forberedelse i tjenestegrenene, bl.a. inden for områderne fælles prospekt, "corporate governance", regnskabsaflæggelses- og regnskabsrevisionsprocedurer, tilsynsregler for

- Ajourføring af prospektdirektiverne for at gøre det lettere for virksomhederne at rejse kapital på tværs af grænserne (f.eks. IPO)

Kommissionen er ved at udarbejde et forslag i nært samarbejde med medlemsstaterne og især FESCO ("Forum of European Securities Commissions"). Ad hoc-arbejdsgruppen under FESCO, hvor Kommissionen har observatørstatus, afsluttede sit arbejde i midten af 2000. Arbejdsgruppens kommissorium er ikke blot at udforme forbedrede (enkler, billigere, hurtigere) grænseoverskridende procedurer, men også at bane vejen for indførelse af moderne elementer som "shelf registration"¹². Kommissionen agter at fremlægge et forslag om dette spørgsmål inden udgangen af 2000. Desuden er der bred enighed om, at

¹⁰ Se http://europa.eu.int/comm/internal_market (finansielle tjenesteydelser, afsnittet om handlingsplanen).

¹¹ Se http://europa.eu.int/comm/internal_market (finansielle tjenesteydelser, afsnittet om generelle anliggender).

¹² Dvs. et prospekt, der udarbejdes i en totinsprocedure: et "reduceret" prospekt, der indeholder alle oplysninger undtagen dem, der vedrører de specifikke værdipapirer, den pågældende emission drejer sig om, og som indgives én gang om året til de kompetente hjemlandsmyndigheder. Derefter, når tiden er moden til en emission, udarbejder virksomhederne "emissionsnoten" med beskrivelse af de særlige vilkår, der knytter sig til udbuddet, og af værdipapirerne. Belgien, Spanien, Frankrig, UK og Italien benytter allerede "shelf-registration"-procedurer.

adgangen til kapital på tværs af grænserne for SMV vil blive lempet, hvis der blev indgået en aftale på EU-plan om, hvilke investorer der skal betragtes som professionelle investorer. Med henblik herpå ventes Kommissionen at vedtage en meddelelse om sondringen mellem "professionelle investorer" og "småinvestorer" inden udgangen af 2000 som led i FSAP.

- Formidling af bedste praksis inden for "corporate governance"

Kommissionen har iværksat¹³ en vurdering af de eksisterende "corporate governance"-kodekser for at finde frem til, hvilke retlige og administrative barrierer der vil kunne lægge hindringer i vejen for udviklingen af et fælles marked for finansielle tjenesteydelser. Resultatet af denne vurdering skulle foreligge i andet halvår af 2001.

- Vurdering af gældende regnskabsaflæggelses- og regnskabsrevisionskrav

Den 14. juni 2000 vedtog Kommissionen en meddelelse om strategien for finansiel rapportering. Et centralt element i den nye politik er et krav til alle fondsbørsnoterede selskaber i EU om at udarbejde deres konsoliderede regnskaber i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IAS). Dette krav træder i kraft senest fra og med 2005. Kommissionen vil fremlægge forslag til passende lovgivning inden udgangen af 2000. Hvad den lovpligtige regnskabsrevision angår, vil Kommissionen inden udgangen af 2000 udsende en henstilling om ekstern kvalitetssikring med udgangspunkt i det arbejde, der er blevet udført af EU's Udvalg om Regnskabsrevision.

- Vedtagelse af tilsynsregler, der giver institutionelle investorer mulighed for at investere i venturekapital

Der er gjort betydelige fremskridt i løbet af 2000 med hensyn til investeringsinstitutter (UCITS). Efter vedtagelsen af ændrede forslag fra Kommissionen (30. maj 2000) ventes Rådet at nå til politisk enighed om det første forslag i oktober 2000. Der ventes politisk enighed om det andet forslag inden marts 2001. Dette skulle bane vejen for, at de to nye direktiver kan vedtages snarest muligt. Hvad pensionsfonde angår, har Kommissionen vedtaget (11. Oktober 2000) et forslag til direktiv om forsigtighedstilsyn med tillægspensionsfonde¹⁴. Forslaget tager hensyn til de store forskelle mellem de pensionsfonde, der opererer i EU, og dækker emnerne autorisation, rapportering, kriterier for "loyal og korrekt adfærd" og regler for passiver og solvens. Investeringsreglerne vil blive baseret på "prudent-person"-princippet og sikre, at pensionsfonde kan investere på markederne for risikovillig kapital.

¹³ Indkaldelse af bud offentliggjort den 21. marts 2000.

¹⁴ KOM(2000)507 foreløbig

- Reform af det europæiske patentsystem¹⁵

Den 5. juli 2000 vedtog Kommissionen et forslag til en forordning om et fællesskabspatent, der giver opfindere mulighed for at opnå ét enkelt patent, der er retligt gyldigt overalt i EU. Ifølge Kommissionens forslag skal fællesskabspatenter, som udstedes af Den Europæiske Patentmyndighed, være både prismæssigt overkommelige og retligt sikre. Bl.a. ventes det, at et fællesskabspatent vil give mulighed for at opnå besparelser i oversættelsesudgifterne på omkring 2 200 EUR, idet der ikke kræves anden oversættelse for udstedelse af patentet end det, der allerede er fastsat i München-konventionen. Hvad retssikkerheden angår, foreslår Kommissionen, at der oprettes en ny centraliseret fællesskabsdomstol i EF-Domstolens regi med henblik på bilæggelse af tvister vedrørende krænkelse af fællesskabspatenter og deres gyldighed. Dette forudsætter dog en ændring af traktaten.

3.2. Strukture reformer for at råde bod på landespecifikke restriktioner

Strukture reformer skal koncentreres om de reguleringsmæssige og fiskale restriktioner på nationalt plan.

Bestræbelserne på at fremme et mere integreret EU-marked for risikovillig kapital skal støttes af passende og hensigtsmæssige strukture reformer, der tager sigte på at råde bod på de landespecifikke restriktioner for, at markederne for risikovillig kapital fungerer effektivt. Disse reformer hører primært under medlemsstaternes ansvar og varierer naturligvis efter de nationale forhold. Der blev dog i forbindelse med RCAP lagt vægt på to hovedkategorier af strukture reformer - reguleringsmæssige og fiskale - som forudsætninger for at udvikle medlemsstaternes markeder for risikovillig kapital.

3.2.1. Lempelse af de reguleringsmæssige restriktioner

Restriktionerne i de institutionelle investorers investeringer på aktiekapital-markederne mindsker udbuddet af risikovillig kapital.

Der findes to typer af reguleringsmæssige restriktioner for udviklingen af markederne for risikovillig kapital. Den første er de lovbestemmelser, der begrænser omfanget af de institutionelle investorers investeringer i risikovillig kapital, og som er tilbøjelige til at påvirke markedernes udbudsside negativt. Kun fire medlemsstater (Finland, Irland, Nederlandene og Det Forenede Kongerige) har ingen retlige restriktioner - ud over et generelt forsigtighedskrav - for egenkapitalinvesteringer foretaget af banker, forsikringsselskaber og pensionsfonde. Restriktionerne for institutionelle investorers investeringer er formentlig ikke den eneste hindring for institutionelle investorers investeringer i risikovillig kapital¹⁶, men USA's erfaringer efter beslutningen om at lempe "Prudent Man Regulation" (1978) tyder på, at afskaffelsen af de

¹⁵ Denne foranstaltning er ikke en del af FSAP, men er yderst relevant for markederne for risikovillig kapital.

¹⁶ Som det fremhæves i det britiske finansministeriums undersøgelse af de institutionelle investorers investeringer (maj 2000) med henblik på at undersøge, hvilke faktorer der virker fordrejende på de institutionelle investorers investeringsbeslutninger.

kvantitative restriktioner vil kunne virke stærkt fremmende for udviklingen af risikovillig kapital i EU.

EU-direktivet om tillægspensionsordninger (se ovenfor) behandler denne type hindring i relation til tillægspensionsfonde, som hører blandt de største institutionelle investorer. Direktivet understreger, at de nationale investeringsregler skal sikre, at pensionsfonde bl.a. kan investere på markederne for risikovillig kapital efter "prudent-man"-princippet. I mellemtiden har mange af medlemsstaterne allerede taget skridt til at tillade specifikke institutionelle investorer at investere i ikke-fondsbørsnoterede selskaber. I Sverige giver nye lovrammer for pensionsopsparing forsikringsselskaberne og pensionsfondene lov til at øge deres andel af investeringer i privat aktiekapital, og disse institutionelle investorer udgør nu de største udbydere af venturekapital. I Frankrig gives der via indførelsen af den såkaldte "DSK"-livsforsikringskontrakt (1998) et skattemæssigt incitament til forsikringsselskaberne til at investere 50% af deres portefølje i aktiekapital, herunder en minimumsinvestering på 5% i ikke-fondsbørsnoterede værdipapirer, samtidig med at lovgivningen om det vigtigste franske instrument for investering i venturekapital, nemlig "Fonds Communs de Placement à Risques", er blevet forbedret ved at give mulighed for oprettelse af fonde af fonde og af "lette"¹⁷ fonde for professionelle investorer. I Italien er en række restriktioner i investeringsreglerne for lukkede fonde blevet afskaffet (1998), og indenlandske gensidige fonde i Spanien har opnået tilladelse (1997) til at investere op til 10% af deres aktiver i ikke-fondsbørsnoterede værdipapirer. Danmark har også overvejelser i gang om at øge andelen af private pensionsopsparingsmidler, som må investeres i ikke-fondsbørsnoterede papirer. På trods af disse foranstaltninger må og skal afskaffelsen af de kvantitative restriktioner for egenkapitalinvesteringer – herunder risikovillig kapital – prioriteres højere.

En reduceret administrativ byrde skulle sætte skub i efterspørgslen efter risikovillig kapital, men stadig kun få forbedringer i konkurs- og insolvens-procedureerne.

Den anden type af reguleringsmæssige restriktioner for udviklingen af markederne for risikovillig kapital udgøres af de administrative procedurer for stiftelse af selskaber, konkurs- og insolvensprocedurerne osv. Disse hindringer berører normalt markedets efterspørgselsside ved at forøge omkostningerne i forbindelse med stiftelse af selskaber. I de fleste medlemsstater er der gjort betydelige fremskridt med at forenkle de administrative procedurer, f.eks. gennem indførelsen af "one-stop shops" (étstedshenvendelse). Den tid, det tager at registrere et selskab, er generelt blevet nedbragt. F.eks. kan et selskab nu stiftes inden for 24 timer i Frankrig (selv om 2-3 dage er mere realistisk), inden for 5 dage i Irland, inden for 12 dage i Danmark og inden for 3 uger i Portugal (tidligere 3 måneder). Derimod er der kun sket ringe fremskridt med at forbedre anvendelsen af konkurs- og insolvenslovene, så det sikres, at virkningerne af en virksomheds konkurs ikke er så alvorlige, at de

¹⁷ Ved brug af en forenklet procedure.

hæmmer en ønskværdig grad af risikotagning¹⁸. Mange af de kulturelle barrierer (se afsnit 3.3), som er blevet identificeret som alvorlige hindringer for iværksætter og risikotagning i EU-medlemsstaterne, styrkes stadig af de gældende lovrammer. Nødvendigheden af at gennemføre reformer i konkurs- og insolvensprocedurerne har længe været anerkendt og bør nu gøres til en klar prioritet for medlemsstaterne.

Kapitalgevinstskatten har betydning for investeringerne, især i højrisikoaktiviteter.

3.2.2. Lempelse af de fiskale restriktioner

Skattestrukturen kan fungere som hindring for udviklingen af risikovillig kapital på mange måder.

For det første kan skattestrukturen have en negativ indvirkning på investeringerne, hvis investorens afkast efter skat skønnes at være for lavt. I denne forbindelse er det mest relevante element i skattestrukturen for udviklingen af markederne for risikovillig kapital satsen for kapitalvindingsskatten. Det er værd at bemærke, at investeringer i risikovillig kapital i USA accelererede i begyndelsen af 1980'erne efter en nedsættelse af kapitalvindingsskatten (1978), men ophørte med at stige efter skattereformloven i 1986, hvor kapitalvindingsskatten blev forhøjet. På denne baggrund forekommer det at være på sin plads at undersøge, om en nedsættelse af kapitalvindingsskatten kan spille en lige så positiv rolle med at fremme udviklingen af EU's kapitalmarkeder. Problematikken med kapitalvindingsskatten har klart relation til mange andre aspekter af skattelovgivningen (f.eks. arveafgiften) og til den samlede skattestruktur (f.eks. den relative vægt af skatten på arbejdskraften). Ved denne vurdering skal der tages højde for kapitalvindingsskattens bredere betydning i et givet skattesystem. Beskatningen af aktieoptioner er også et område, som bl.a. vil kunne inddrages i denne sammenhæng.

Skattestrukturen favoriserer ofte lånefinansiering på bekostning af egenkapitalfinansiering, hvilket bremser aktiviteten inden for risikovillig kapital.

For det andet kan skattestrukturen lægge en dæmper på egenkapitalinvesteringer ved at give lånefinansiering en forholdsvis gunstig behandling. En undersøgelse af det effektive skattetryk i EU udført af Baker & McKenzie (1998)¹⁹ konkluderede, at lånefinansiering fra et skattemæssigt synspunkt er et mere effektivt middel til at udvikle et selskab på end at bruge tilbageholdt overskud eller ny egenkapital. Med undtagelse af Finland og Italien favoriserer samtlige medlemsstater brugen af lånefinansiering i stedet for egenkapitalfinansiering i deres skattestruktur, selv om det skal erindres, at andre faktorer som finansieringsadgangen og -omkostningerne spiller en lige så vigtig rolle i et selskabs finansieringsbeslutninger. Det finske skattesystem behandler ny egenkapitalfinansiering og lånefinansiering på lige fod, og finske SMV synes at have en høj og stigende egenkapitalandel i forhold

¹⁸ Den britiske regering har indledt en høring om dette spørgsmål.

¹⁹ « Survey of the effective tax burden in the European Union », Baker & McKenzie, januar 1999, undersøgelse udført på bestilling af det nederlandske finansministerium.

til SMV i andre medlemsstater. Det italienske skattesystem har reelt favoriseret egenkapitalfinansiering siden 1998, men italienske SMV er fortsat i ganske høj grad lånefinansierede. Den fremtidige udvikling i finske og italienske SMV's finansieringsstruktur skulle kunne fungere som prøveklud for en vurdering af de potentielle muligheder for at udvikle risikovillig kapital via en mere afbalanceret skattemæssig behandling af lånefinansiering og egenkapitalfinansiering. Kommissionens tjenestegrene er ved at gennemføre en tilbundsående analyse af disse spørgsmål som led i en igangværende omfattende undersøgelse af selskabsbeskatningen i EU. Resultatet af denne undersøgelse vil foreligge i begyndelsen af 2001.

Skattestrukturen kan bremse grænseoverskridende investeringer.

For det tredje kan skattestrukturen bremse grænseoverskridende investeringer ved at opbygge specifikke skattemæssige hindringer eller endog diskriminere mod udenlandske investorer. Et samlet initiativ i form af en koordineret EU-indsats til nedbrydning af sådanne barrierer vil sandsynligvis være det mest effektive. Under alle omstændigheder skal medlemsstaterne sikre sig, at skatteaftaler og/eller andre lov-instrumenter på skatteområdet forhindrer dobbeltbeskatning af udbytter fra grænseoverskridende investeringer. Ovennævnte kommissionsundersøgelse af selskabsbeskatningen vil bl.a. i et vist omfang se på denne problematik.

Medlemsstaterne har iværksat skattereformer, men mere skal gøres for at mindske de hæmmende virkninger for iværksætterånden.

Skattereformer blev identificeret som en central prioritet i forbindelse med RCAP, og der er allerede en reformindsats undervejs i mange af medlemsstaterne. Tyskland ventes at nedsætte sin selskabs- og indkomstbeskatning og at afskaffe beskatningen af selskabers salg af aktier i andre selskaber fra og med 2002²⁰. Frankrig ventes også at nedsætte sin selskabs- og indkomstbeskatning og har øget de skattefordele, der indrømmes "business angels", der geninvesterer. Italien vil yde en gunstig skattemæssig behandling til lukkede investeringsfonde, og Spanien har ydet skattemæssige incitamenter til registrerede venturekapitalinvestorer. Det er også vigtigt, at medlemsstaterne udformer deres skattesystemer således, at det sikres, at beskatningen af aktieejerskab og aktieoptioner ikke længere virker som en hæmsko for iværksætter²¹. Adskillige af medlemsstaterne har også gjort fremskridt med at lempe de skattemæssige hindringer for stiftelse af selskaber. I Det Forenede Kongerige og Irland – hvor de skattemæssige rammer i forvejen kraftigt understøtter investeringer i risikovillig kapital – er beskatningen af aktieoptioner blevet ændret²². I Frankrig er anvendelseskravene for ordningen med "Bons de Souscription des Parts et Créateurs d'Entreprises (BSPCE)" blevet udvidet og forlænget til

²⁰ Hvis aktierne har været i selskabets eje i mindst et år.

²¹ Arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene, der var knyttet som bilag til meddelelsen om risikovillig kapital fra oktober 1999 (SEK(1999) 1725), pegede på fordelene ved medejerskabsordninger for medarbejderne i form af aktieoptioner og gav en række eksempler på god praksis.

²² Bl.a. i form af udsættelse af skattetilsvaret, indtil aktierne er solgt, i Irland, samt "Save As You Earn"-ordning; "All Employee Share Ownership"-plan og "Enterprise Management Incentive"-ordninger i UK.

udgangen af 2001, selv om reformen af aktieoptionsprogrammet endnu ikke er afsluttet.

3.3. Fremme af en iværksætterkultur

Både Kommissionen og medlemsstaterne har aktivt søgt at fremme innovation og iværksætteri.

Europa er fortsat bagud i henseende til innovation og innovative virksomheder. I en meddelelse med titlen "Mod et europæisk forskningsrum"²³, der blev udsendt for nylig, fremhævede Kommissionen vigtigheden af at tilskynde til og fremme forskeres stiftelse af nye selskaber. Både Kommissionen og medlemsstaterne har intensiveret deres indsats for at fremme teknologioverførsel til SMV og stimulere stiftelse af selskaber samt samarbejdet mellem SMV, akademiske kredse og store virksomheder.

Meddelelsen om innovation i en videndrevet økonomi²⁴, som Kommissionen vedtog den 20. september, redegør for den aktuelle situation i hightechvirksomhederne og foreslår en strategi for innovation i fremtiden. "Trend Chart on Innovation Policy" tilvejebringer instrumenter til at følge op på og udforme initiativer inden for innovationspolitikken. Tre rapporter²⁵, som vil blive udsendt til efteråret, vil indeholde indikatorer for menneskelige ressourcer, videnskabelse, formidling og anvendelse af viden, innovation, produktion og markeder. Rapporterne vil også vurdere omkring 60 foranstaltninger, som blev gennemført af medlemsstaterne sidste år til støtte for venturekapital, "seed"-kapital, iværksætterprojekter osv. Der er som led i Fællesskabets forskningsprogrammer blevet gennemført forskellige aktiviteter, som vil blive videreført med henblik på at opbygge teknologibaserede virksomheder og etablere et samspil mellem forskere, iværksættere og investorer. F.eks. afholdt "Biotechnology & Finance Forum", som er oprettet i fællesskab af Kommissionens biovidenskabsprogram og Den Europæiske Sammenslutning af Børsmæglere og Vekselerere ("European Association of Security Dealers" (EASD)), to konferencer (1998 og 1999) for at fremme opbygningen af netværk mellem de relevante aktører inden for bioteknologiområdet. En tredje konference vil finde sted i november 2000.

Under PAXIS-aktionen er 15 innovative økonomiske områder i Europa blevet udvalgt til at oprette netværk til fremme af bedste praksis. I november 2000 vil det andet forum for innovative virksomheder blive afholdt i Lyon, hvor iværksættere vil få lejlighed til at give tilbage-meldinger om, hvilken politik (på regionalt eller nationalt plan eller EU-plan) der skal udformes for at hjælpe Europa med at opbygge et viden- og innovationsbaseret samfund.

²³ KOM(2000) 6.

²⁴ KOM(2000)(567)

²⁵ i) "European Innovation Scoreboard for the Knowledge Economy", ii) overvågningsrapporten om "Start-up and technology based companies" og iii) overvågningsrapporten om "Innovation Finance".

Eftersom venturekapitalfonde stadig har problemer med at rekruttere kvalificerede investeringsekspertter (der kan analysere innovative virksomheder ud fra de seneste F&U-resultater), har Kommissionen iværksat en aktion under I-TEC-initiativet, der tager sigte på udveksling af erfaring og god praksis mellem venturekapitalselskaber, teknologiiværksættere og erhvervskontaktkontorer i tilknytning til forskningsinstitutter og universiteter i hele Europa. Derudover søger Kommissionen via sin støtte til nye "business angels"-netværk på EU-plan samt nationalt og regionalt plan at matche uformelle investorer og nystartede virksomheder.

Kommissionen udsender i efteråret den første BEST-gennemførelsesrapport, hvori der gives en samlet redegørelse for alle aspekter af de politikker, der vedrører iværksætteri og konkurrenceevnen på EU- og medlemsstatsplan. Iværksætteri er en af de fire hovedhjørneste i beskæftigelsesretningslinjerne, og Kommissionens foreslåede retningslinjer for 2001 slår til lyd for, at der skabes øget bevidsthed om iværksætteri i samfundet og uddannelsessystemet. Den Europæiske Socialfond finansierer en række undervisnings- og uddannelsesprogrammer på dette område, og nogle medlemsstater har taget direkte foranstaltninger til at overvinde kulturelle barrierer for iværksætteri ved at indføre iværksætteri som fag i skolerne og finansiere (ved statslig finansiering eller sammen med den private sektor) lærestole for iværksætteri ved private og statslige universiteter. Derudover findes der nu prisordninger for iværksættere i en række medlemsstater.

3.4. Den offentlige finansierings rolle

Den filosofi, der ligger til grund for strategien for udvikling af EU's marked for risikovillig kapital, lægger hovedvægten på skabelsen af rammer, der fremmer etableringen og bevarelsen af ny og innovativ erhvervsvirksomhed. De foranstaltninger, der er indeholdt i RCAP til fremme af markedsintegrationen, lempelse af markedsrestriktionerne og fremme af en iværksætterkultur ligger i forlængelse af denne filosofi. I overensstemmelse med filosofien har offentlig finansiering kun en rolle begrænset til at rette op på konstaterede markedsfejl. Som i alle tilfælde af offentlig finansiering skal fordelene dog vejes op imod risikoen for markedsfordrejning og, især inden for risikovillig kapital, for at forflytte eller fortrænge privat erhvervsvirksomhed. Fællesskabets statsstøtteregler omfatter en mekanisme og en procedure, der giver mulighed for at foretage denne afbalancering. Medlemsstaterne er forpligtet til at sikre, at alle foranstaltninger er i overensstemmelse med statsstøttereglerne. Dette kan indebære, at der skal ske anmeldelse til Kommissionen i henhold til traktatens artikel 88, stk. 3, så Kommissionen kan vurdere, om foranstaltningen er forenelig med fællesmarkedet.

Offentlig finansierings rolle begrænset til at rette op på konstaterede markedsfejl

Der findes en række finansieringsinstrumenter på EU-plan, som forvaltes af EIB, EIF og Kommissionen. Det skal bemærkes, at konklusionerne fra Det Europæiske Råd i Lissabon giver Kommissionen mandat til at vurdere, om EIB's og EIF's finansiering falder i tråd med

aktiviteten inden for risikovillig kapital. Dette spørgsmål behandles i en særskilt meddelelse²⁶.

4. KONKLUSION

Mere og mere tyder på, at en økonomis ydeevne på lang sigt er ligefrem proportional med det finansielle systems udviklingsstade. Mere specifikt peger et stigende antal undersøgelser i retning af, at der er en sammenhæng mellem den økonomiske vækst og adgangen til innovationsfinansiering²⁷. Adgangen til risikovillig kapital kan således spille en central rolle for opretholdelsen af økonomisk vækst og jobskabelse ved at bane vejen for udvikling af nye og innovative erhvervsvirksomheder.

På trods af den gunstige udvikling i 1999 ligger det europæiske marked for risikovillig kapital fortsat bagefter det amerikanske marked. Som reaktion herpå er der taget skridt på EU- og medlemsstatsplan til at forbedre de strukturelle og reguleringsmæssige rammer, der er bestemmende for udviklingen af risikovillig kapital og iværksættervirksomheder. Kommissionen har fremlagt eller er ved at udarbejde en række lovgivningsforanstaltninger i den hensigt at effektivisere EU's finansielle markeder. En snarlig vedtagelse af FSAP vil være et særligt betydningsfuldt bidrag til sikringen af et mere integreret EU-marked for risikovillig kapital. Kommissionen har i forbindelse med udarbejdelsen af de overordnede retningslinjer for den økonomiske politik understreget, hvor bydende nødvendige strukturreformer er. Medlemsstaterne har også reageret med en række strukturreformer og foranstaltninger til fremme af iværksætterånden. Der er dog behov for en yderligere indsats, hvis RCAP skal gennemføres inden den frist i 2003, der blev sat på det særlige Europæiske Råd i Lissabon.

Gennemførelsen af RCAP kræver initiativer på mange fronter, men tre hovedområder, som alle falder under medlemsstaternes ansvar, bør gives højeste prioritet. De er: i) lempelse af de kvantitative restriktioner for institutionelle investeringer i egenkapital (skal afløses af "prudent man"-lovgivning²⁸), ii) lempelse af konkurslovene, så konkursramte iværksættere får en ny chance (samtidig med at kreditorernes rettigheder beskyttes), og iii) udformning af skattemæssige rammer, som er mere

²⁶ Se reference.

²⁷ Se f.eks. "How do financial systems affect economic performance?", W. Carlin og C. Mayer, juli 1999.

²⁸ Et princip, der skal indføres i fællesskabslovgivningen for tillægspensionsfonde. (jf. Kommissionens forslag af 11. oktober om tillægspensionsfonde).

investerings- og iværksætterifremmende. Hvis der sikres væsentlige fremskridt inden for disse prioriterede indsatsområder, og dette kombineres med et øget tempo i den finansielle integration, vil dette medvirke kraftigt til at etablere de økonomiske og retlige rammer, der er forudsætningen for et velfungerende EU-marked for risikovillig kapital.

BILAG 1

BENCHMARKING OG OVERVÅGNING AF HANDLENSPLANEN FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

A. BAGGRUND

Et effektivt marked for risikovillig kapital spiller en vigtig rolle for udvikling af innovative højvækst-SMV og bidrager derved i væsentlig grad til en bæredygtig økonomisk vækst og jobskabelse. Med udgangspunkt i et konstateret behov for at fremme en videreudvikling af risikovillig kapital i EU vedtog Kommissionen en meddelelse og handlingsplan (april 1998) med henblik herpå. En første analyse af gennemførelsen af handlingsplanen for risikovillig kapital ("Risk Capital Action Plan" (RCAP)) blev gennemført i oktober 1999, og den viste, at selv om der var sket fremskridt, havde EU stadig svagheder med hensyn til adgang til risikovillig kapital. Til opfølgning af denne analyse anmodede ØKOFIN om, at Kommissionen skulle udarbejde en overvågnings- og benchmarkingmekanisme²⁹ til brug for RCAP. Denne mekanisme ventes at fremme gennemførelsen af RCAP inden fristen i 2003, som blev fastsat på Det Europæiske Råd i Lissabon.

RCAP fremlagde en bred vifte af foranstaltninger, som skulle fremme udviklingen af et effektivt marked for risikovillig kapital i EU. Disse foranstaltninger, som skal træffes af Kommissionen og medlemsstaterne, vedrører seks forskellige områder, nemlig markedsfragmenteringen, de institutionelle og reguleringsmæssige barrierer, beskatningen, mangelen på hightech-SMV, de menneskelige ressourcer og de kulturelle barrierer. Adskillige af foranstaltningerne i RCAP vedrører også andre af EU's aktuelle politikker til fremme af innovationen, forbedring af det indre marked for finansielle tjenesteydelser og fremme af iværksætterånden og konkurrenceevnen. Der er derfor en betydelig grad af sammenfald mellem de tiltag, der foreslås i RCAP, og så tiltagene i Kommissionens handlingsplaner inden for innovation, finansielle tjenesteydelser og iværksætteri. Det er derfor hensigten, at overvågnings- og benchmarkingmekanismen for RCAP skal kopieres efter de tilsvarende mekanismer, der allerede benyttes til overvågningen af gennemførelsen af "*Handlingsplan for etablering af en ramme for de finansielle markeder*"³⁰, "*Handlingsplan til fremme af iværksætterånden og konkurrenceevnen*"³¹ (BEST) og "*Handlingsplan for innovation*"³². Desuden vil RCAP-mekanismen blive etableret i tæt koordination med den benchmarking - som Det Europæiske Råd i Lissabon også anmodede om - som skal søge at skabe et

²⁹ Benchmarking er en fortløbende, systematisk proces til sammenligning af ydeevnen i organisationer, virksomheder, økonomier etc. i forhold til en valgt standard. Det er en læreproces, der har til formål at identificere og gennemføre bedste praksis. De vigtigste faser i en benchmarkingproces er:

- identifikation af et mål, som skal forbedres
- udvikling af en eller flere specifikke præstationsindikatorer, dvs. en eller flere benchmark, med henblik på sammenligning
- sammenligning af egen ydeevne/præstation i forhold til benchmarken
- analyse af bedste praksis og de potentielle muligheder for forbedringer
- gennemførelse af bedste praksis
- løbende overvågning.

³⁰ KOM(99) 232.

³¹ KOM(98) 550.

³² KOM(96) 589.

befordrende miljø for start og udvikling af innovativ erhvervsvirksomhed, især SMV. Endelig bør mekanismen drage nytte af det igangværende arbejde med at gennemføre en bred analyse af strukturpolitiske indikatorer i sammenhæng med de overordnede retningslinjer for den økonomiske politik og synteserapporten. Ved at trække på den information, der hidrører fra disse og andre kilder, skulle det være muligt at begrænse antallet af nye indikatorer, der specifikt er behov for til at overvåge RCAP.

Nogle af foranstaltningerne i RCAP er allerede blevet truffet og kan vurderes direkte. Andre foranstaltninger kræver en længere tidshorizont, og deres virkning på markedet for risikovillig kapital vil muligvis ikke kunne måles direkte. Desuden skal enhver overvågningsmekanisme for RCAP tage højde for, at dette marked er i hastig udvikling. På dette stadium foreslås det, at overvågnings- og benchmarkingmekanismen for RCAP skal omfatte:

- (1) et sæt indikatorer for udviklingen på markedet for risikovillig kapital
- (2) for hver af foranstaltningerne i RCAP
 - en opsummering af, hvilke fremskridt der hidtil er gjort
 - en analyse af bedste praksis, hvor dette er relevant
 - udvikling af specifikke præstationsindikatorer, hvor dette er muligt.

Mekanismen bør udformes således, at den muliggør regelmæssig ajourføring af RCAP ved at pege på de foranstaltninger, der ikke længere er relevante, og eventuelt inkludere nye foranstaltninger efter behov.

B. UDVIKLING OG OVERVÅGNING AF INDIKATORER FOR MARKEDET FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

Risikovillig kapital er fællesbetegnelsen for et sæt egenkapitalfinansieringsinstrumenter til virksomheder i den tidlige udviklingsfase. Den omfatter tre typer finansiering: uformelle investeringer foretaget af "business angels", venturekapital og tilvejebringelse af kapital på aktiemarkeder, der er specialiseret i højvækstvirksomheder (de såkaldte "nye markeder"). Overvågningen af markederne for risikovillig kapital vil være baseret på en overvågning af disse tre hovedtyper af egenkapitalfinansiering. Den vil også henvise til indikatorer for den finansielle struktur, fordi egenkapitalfinansiering skal analyseres i relation til andre former for ekstern finansiering af et selskab. Der vil blive lagt særlig vægt på finansieringen af SMV. Der vil blive foretaget sammenligninger med det amerikanske marked.

I maj 1997 blev der efter anmodning fra Rådet (industri) i fællesskab af Kommissionen og medlemsstaterne iværksat et pilotinitiativ om benchmarking af rammevilkårene for europæisk industri. Et af de fire projekter under dette initiativ drejede sig om benchmarking af finansieringen af innovation og blev koordineret af det danske erhvervs- og industriministerium. RCAP gjorde brug af resultatet af dette projekt og inkorporerede mange af dets anbefalinger. Det forekommer derfor passende, at overvågningsmekanismen for RCAP, så vidt det er relevant og muligt, skal gøre brug af de indikatorer, der blev foreslået benyttet i dette projekt.

Foreslåede indikatorer for udvikling af markederne for risikovillig kapital

Indikator	Datadisponibilitet
<u>SMV's finansielle struktur</u> - egenkapitalforhold - finansielt gældsforhold	BACH-database. Problem: tidsmæssigt efterslæb og dækning (databasen dækker på nuværende tidspunkt elleve medlemsstater, USA og Japan). For nogle landes vedkommende (især Tyskland og Østrig) er stikprøven begrænset til registrerede aktieselskaber.
Investeringer foretaget af "business angels"	Ingen samlede data aktuelt disponible. En vis mængde fragmenteret information til rådighed fra det europæiske "business angels"-netværk ("European Business Angels Network" (EBAN)).
<u>Adgang til venturekapital:</u> Antal venturekapitalinvesteringer i forhold til BNP; opdelt på: - investeringens stade - erhverv/sector. Antal selskaber, der har modtaget "seed"- og startkapitalfinansiering; skal sammenholdes med antallet af nystiftede selskaber i løbet af året	EVCA, årligt; fra 2000 vil der foreligge data to gange om året (PwC for amerikanske data). Forholdet mellem antallet af selskaber, der har modtaget "seed"- og startkapitalfinansiering, og antallet af nystiftede selskaber i løbet af året vil ikke være sammenligneligt mellem medlemsstaterne, fordi dataene om nystiftede selskaber endnu ikke er harmoniseret.
<u>Adgang til aktiemarkeder for højvækst-virksomheder:</u> - Kapitalisering (i forhold til BNP) - Antal noterede selskaber (i forhold til samlet antal) - Aktieomsætning (værdi af aktiehandel) - Antal IPO (i forhold til samlet antal) - Rejst kapital (i forhold til BNP)	FIBV, årligt.

C. OVERVÅGNING AF FORANSTALTNINGERNE I HANDLINGSPLANEN FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

C.1. Markedsfragmentering

Strukturen på markederne for risikovillig kapital er i hastig udvikling. Inden der indledes en overvågning af virkningen af foranstaltningerne i RCAP i henseende til at mindske markedsfragmenteringen, er det nødvendigt at analysere virkningen af den bredere udvikling, f.eks. Euronext, elektroniske kommunikationsnet osv. Mere specifikt bør der også i relation til risikovillig kapital benyttes et sæt indikatorer for markedsintegrationen:

Indikator	Datadisponibilitet
Andel af grænseoverskridende venturekapitalinvesteringer	EVCA
Andel af grænseoverskridende IPO på højvækstaktiemarkederne	FIBV

Indikator	Datadisponibilitet
Andel af "exit"-muligheder for venturekapitalselskaber opdelt efter IPO	EVCA
Antal venturekapitalstøttede IPO	Aktiemarkederne

C.1.1. Foranstaltninger under Kommissionens ansvar

- Markedsovervågning og opbygning af information og statistikker om alle niveauer af venturekapital i EU

Den vigtigste informationskilde om venturekapital i EU er EVCA's (Den Europæiske Sammenslutning af Ventureselskaber) årlige private aktiekapitalundersøgelse. Inden for rammerne af gennemførelsen af BEST-handlingsplanen har Kommissionen modtaget supplerende information fra medlemsstaterne. Det såkaldte "trend chart on innovation" (udarbejdet inden for rammerne af handlingsplanen for innovation) vil bl.a. også indsamle information om baggrunden for og resultaterne af nationale foranstaltninger og EU-foranstaltninger til støtte for venturekapital. Yderligere informationskilder er undersøgelsen "corporate venturing in Europe", et arbejde bestilt af Kommissionen i 1999 for at måle genopblomstringen i venturekapitalaktiviteten blandt virksomhederne i Europa, og undersøgelsen om typiske vækstmønstre for bioteknologi- og informationsteknologivirksomheder og den rolle, som forskellige typer finansieringskilder spiller i denne forbindelse.

- Rundbordsdrøftelse om virkningen af fragmenteringen af det europæiske marked for risikovillig kapital

Dette initiativ er afsluttet. Rundbordsdrøftelsen fandt sted i slutningen af november 1998. Den medvirkede til at skabe en bedre forståelse for den rolle, som markederne for risikovillig kapital spiller i forbindelse med at fremme økonomisk vækst og jobskabelse. Den fremhævede også betydningen af at nedbryde de kulturelle barrierer for iværksætterånden i Europa og behovet for et mere integreret EU-marked for risikovillig kapital (rapport offentliggjort i "Euro Papers", nr. 32, januar 1999).

- Detaljeret undersøgelse af europæiske virksomheders omkostninger i forbindelse med at opnå låne- og egenkapitalfinansiering

En undersøgelse af dette spørgsmål er blevet igangsat af Kommissionen, og den vil være afsluttet ved udgangen af 2000. På basis af denne undersøgelse vil det muligvis være muligt at definere en række indikatorer for omkostningerne i forbindelse med låne- og egenkapitalfinansiering. En indikator for omkostningerne ved kapital vil være meget nyttig, men en sådan indikator findes for øjeblikket ikke inden for EU.

C.1.2. Foranstaltninger under Kommissionens og medlemsstaternes ansvar

- Opbygning af "business angels"-netværk på regionalt, nationalt og EU-plan

Der er blevet opbygget "business angels"-netværk i de fleste medlemsstater, undertiden med offentlig støtte. Europa-Kommissionen støtter opbygningen af sådanne netværk via sin støtte til EBAN ("European Business Angels Network") samt gennem finansiering af gennemførlighedsundersøgelser og konkrete projekter.

Indikator	Datadisponibilitet
Antal aktive "business angels"-netværk	"European Business Angels Network"(EBAN)-databasen (kun begrænset dækning). Dataene foreligger fra og med 1998.

- Offentlig finansiel støtte til udvikling af venturekapital og innovationsfinansiering og til forbedring af adgangen til fondsbørserne³³

Kommissionens meddelelse om risikovillig kapital (april 1998) fokuserede på at forbedre rammerne for finansiering af risikovillig kapital gennem afskaffelse af barriererne for markedsadgang. Den omfattede ingen specifikke anbefalinger vedrørende finansiel støtte fra statens side. En række af de rapporter, medlemsstaterne har indsendt (i begyndelsen af 1999) om gennemførelsen af RCAP, omtalte offentlige finansieringsinstrumenter, som tager sigte på at udvikle venturekapital og innovationsfinansiering. Adskillige medlemsstater henviste også til disse instrumenter i deres rapporter om produkt- og kapitalmarkederne til opfølgning af Cardiff-topmødet. Den efterfølgende meddelelse om risikovillig kapital (oktober 1999) fremhævede statsstøttens rolle som katalysator for tilvejebringelsen af risikovillig kapital. Strukturelle reformer på markedet og en effektiv anvendelse af offentlig finansiering kan være supplerende instrumenter, men det er frem for alt vigtigt, at den statslige indgriben ikke forstyrrer kapitalmarkedernes funktion, og at statsstøttere reglerne overholdes.

Kommissionens tjenestegrene er for øjeblikket ved at nyvurdere EU's finansielle instrumenter til støtte for venturekapital. Resultaterne af denne nyvurdering vil blive meddelt i forbindelse med overvågningen af RCAP.

C.2. Institutionelle og reguleringsmæssige barrierer

C.2.1. Foranstaltninger under Kommissionens ansvar

Der er primært her tale om lovgivning, som ikke egner sig godt til overvågning ved hjælp af indikatorer. Lovgivningens omsættelse i national ret og praktiske gennemførelse i medlemsstaterne kan dog, når den én gang er vedtaget, overvåges via en resultattavle.

- Venturekapitalfonde: Vurdering af, om der er behov for EU-lovgivning, der specifikt omfatter lukkede investeringsselskaber

Kommissionen indkaldte UCITS-kontaktudvalget sidst i 1998 for at overveje, om det ville være på sin plads at udvide EU-lovgivningen om investeringsfonde til at omfatte venturekapitalfonde. Repræsentanter for venturekapitalsektoren, de fondsbørser, der er specialiseret i hurtigt voksende SMV, og SMV-sammenslutninger deltog i mødet. Der var enighed om, at det ikke var ønskeligt med et sådant direktiv.

- Nyvurdering af gennemførelsen og eventuelt ændring af prospektdirektivet for at gøre det lettere for virksomhederne at rejse kapital på tværs af grænserne (f.eks. IPO)

Et udkast til et forslag til direktiv er under udarbejdelse i nært samarbejde med FESCO. Medlemsstaterne høres via forskellige udvalg. Direktivet ventes vedtaget inden udgangen af 2000. Sigtet er ikke blot at forbedre procedurerne for grænseoverskridende aktiviteter, men

³³ Denne foranstaltning er ikke specifikt inkluderet i meddelelsen om risikovillig kapital fra april 1998.

også at indføre moderne procedurer som "shelf registration"³⁴. SMV's grænseoverskridende aktiviteter ville også få stor fordel, hvis der på EU-plan opnåedes enighed om, hvilke investorer der skal kvalificere som professionelle investorer. Kommissionen samarbejder med FESCO om dette spørgsmål. FESCO's ad hoc-arbejdsgruppe færdiggjorde sit arbejde i maj 2000. Som led i FSAP vil Kommissionen i løbet af andet halvår af 2000 udsende en meddelelse om sondringen mellem professionelle investorer og småinvestorer.

- Vurdering af gældende regnskabsaflæggelses- og regnskabsrevisionskrav

For at sætte skub i realiseringen af et fælles og konkurrenceorienteret værdipapirmarked anmodede Det Europæiske Råd i Lissabon om, at der snarest muligt blev taget initiativer inden for finansiel rapportering til at gøre regnskaber mere sammenlignelige. I juni 2000 vedtog Kommissionen en meddelelse om finansiel rapportering i Europa. Et lovgivningsforslag ventes vedtaget af Kommissionen inden udgangen af 2000.

Et centralt element i den nye politik er indførelsen af et krav til alle børsnoterede selskaber i EU om at udarbejde deres konsoliderede regnskaber i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IAS). Dette krav træder i kraft fra og med 2005. De internationale regnskabsstandarder, der skal anvendes af børsnoterede selskaber, vil blive identificeret ved en godkendelsesmekanisme, der skal oprettes på EU-plan. Den nye politik lægger desuden stor vægt på nødvendigheden af en ordentlig håndhævelse af standarderne. Foranstaltninger med henblik herpå vil omfatte formidling af gennemførelsesvejledninger, fremme af regnskabsrevisioner af høj kvalitet og styrkelse af et koordineret reguleringsmæssigt tilsyn. Medlemsstaterne kan udvide anvendelsen af de internationale regnskabsstandarder til at omfatte selskaber, der ikke er børsnoteret, og individuelle regnskaber.

For at sikre, at regnskabsdirektiverne kan vedblive at danne grundlaget for alle aktieselskabers finansielle rapportering, vil Kommissionen fremsætte forslag til en modernisering af regnskabsdirektiverne inden udgangen af 2001.

For at give EU-selskaber mulighed for at anvende de internationale regnskabsstandarder uden at komme i konflikt med regnskabsdirektiverne fremsatte Kommissionen (den 24. februar 2000) et forslag om ændring af regnskabsdirektiverne, der baner vej for anvendelse af regnskabsføring efter dagsværdi for visse finansielle aktiver og passiver.

Hvad den lovpligtige revision angår, vil Kommissionen udsende henstillinger om ekstern kvalitetssikring senere i år med udgangspunkt i det arbejde, der er blevet udført i EU's regnskabsrevisionsudvalg. Yderligere henstillinger om revisorers uafhængighed og regnskabsrevisionsstandarder vil følge på et senere tidspunkt. Disse henstillinger udgør gennemførelsen af initiativer, der blev bebudet i meddelelsen fra 1998 om lovpligtig

³⁴ "Shelf-registration" er et prospekt, der udarbejdes i en tottrinsprocedure. I første omgang udarbejder virksomhederne samtidig med, at de udarbejder deres årsberetninger, et "ufuldstændigt" prospekt ("Reference Document" (RD)), der indeholder alle oplysninger undtagen dem, der vedrører de specifikke værdipapirer, den pågældende emission drejer sig om. Dette prospekt indgives én gang om året til de kompetente hjemlandsmyndigheder. Derefter, når tiden er moden til en emission, udarbejder virksomhederne emissionsnoten ("Securities Note" (SN)) med beskrivelse af de særlige vilkår, der knytter sig til udbuddet, og af værdipapirerne. Investorer får derved i stedet for det klassiske prospekt RD, SN og alle relevante nyere oplysninger. Belgien, Spanien, Frankrig, Det Forenede Kongerige og Italien benytter allerede "shelf-registration"-procedurer.

regnskabsrevision i EU og tager sigte på at sikre en harmoniseret høj kvalitet i den lovpligtige regnskabsrevisionspraksis i EU.

C.2.2. Foranstaltninger under medlemsstaternes ansvar

- Omsættelse i national ret og praktisk gennemførelse af alle direktiverne om finansielle tjenesteydelser - overvågning via resultattavlen for det indre marked

Fremskridtet med at afskaffe de institutionelle og reguleringsmæssige barrierer for integrationen af markederne for risikovillig kapital kan vurderes på basis af Kommissionens resultattavle for det indre marked. Situationen pr. maj 2000 er gengivet nedenfor:

	Banker	Forsikring	Værdipapirer	Betalings-systemer	Selskabsret	I alt	Placering
B	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
DK	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
D	22/22	22/22	14/14	2/2	14/15	74/75	12
EL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
E	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
F	22/22	22/22	14/14	1/2	15/15	74/75	12
IRL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
I	22/22	22/22	14/14	0/2	15/15	73/75	14
L	22/22	22/22	13/14	1/2	15/15	73/75	14
NL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
A	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
P	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
FIN	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
S	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
UK	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
EU	100%	100%	99,52%	86,66%	99,56%	99,46%	/

Status i overtrædelsesprocedurer for manglende overholdelse:

	Banker	Forsikring	Værdipapirer	Betalings-systemer	Selskabsret	I alt	Placering
B	22/22	20/22	14/14	2/2	15/15	73/75	11
DK	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
D	22/22	21/22	14/14	2/2	14/15	73/75	11
EL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
E	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
F	22/22	20/22	14/14	1/2	15/15	72/75	14
IRL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
I	22/22	22/22	14/14	0/2	15/15	73/75	11
L	22/22	21/22	13/14	1/2	15/15	72/75	14
NL	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
A	21/22	22/22	14/14	2/2	15/15	74/75	9
P	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
FIN	22/22	21/22	14/14	2/2	15/15	74/75	9
S	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1

	Banker	Forsikring	Værdipapirer	Betalings-systemer	Selskabsret	I alt	Placering
UK	22/22	22/22	14/14	2/2	15/15	75/75	1
EU	99,69%	97,87%	99,52%	86,66%	99,56%	98,75%	/

- Forenkling af de administrative formaliteter i forbindelse med stiftelse af selskaber (herunder minimumskapitalkrav)

Adskillige medlemsstater har iværksat reformer på dette felt, men der er stadig behov for væsentlige fremskridt, som det blev fremhævet på Det Europæiske Råd i Lissabon. Indikatorer til opfølgning af disse fremskridt vil være overordentligt nyttige. Der findes dog ingen samlede og ajourførte data. Kommissionen fortsætter sit arbejde med dette spørgsmål.

Indikator	Datadisponibilitet
Frister og omkostninger ved registrering af selskaber	Ingen data disponible. De eneste data, der findes, er fra Logotech-undersøgelsen, som Europa-Kommissionen bestilte i 1997. Dataene vedrører situationen i 1996 og er helt forældede. I forbindelse med gennemførelsen af BEST-handlingsplanen er medlemsstaterne blevet bedt om at forsyne Kommissionen med nyere data. <u>Det Europæiske Råd i Lissabon bad specifikt Kommissionen og Rådet om at blemarke dette område.</u>
Kapitalkravene ved stiftelse af selskaber	Ingen data disponible. De eneste samlede data er dataene fra Logotech-undersøgelsen, som Europa-Kommissionen bestilte i 1997. Dataene vedrører situationen i 1996. Denne indikator er ikke inkluderet i opfølgningen til BEST-handlingsplanen. Der ventes ingen ajourførte data fra medlemsstaterne.

- Reform af insolvens- og konkurslovgivningen

På grund af mangelen på samlede data er det vanskeligt at etablere en overvågningsmekanisme på dette område. Kommissionens tjenestegrene vil dog henlede opmærksomheden på eksempler på god praksis ud fra oplysninger, som medlemsstaterne skal tilvejebringe hvert år i deres nationale rapporter om reformerne på produkt- og kapitalmarkederne.

C.2.3. Foranstaltninger under Kommissionens og medlemsstaternes ansvar

- Vedtagelse af forsigtighedsregler, så institutionelle investorer får mulighed for at investere i venturekapital

I juli 1998 vedtog Kommissionen to forslag, der ændrer UCITS-direktivet. Det ene forslag tager sigte på at fjerne barriererne for kollektive investeringsinstitutters grænseoverskridende markedsføring ved at udvide viften af aktiver, som disse institutter må investere i. Det andet tager sigte på at tildele det europæiske emittentpas til forvaltningsselskaber, og det vil desuden udvide den type aktiviteter, som disse selskaber må udføre (f.eks. vil de også få

tilladelse til at tilbyde porteføljeforvaltning). De tekniske drøftelser om disse forslag skrider frem i Rådet, mens Europa-Parlamentet afsluttede førstebehandlingen den 17. februar 2000.

Hvad pensionsfonde angår, har Kommissionen den 11. oktober forelagt et forslag til et direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser om institutter, der forvalter pensionsopsparing. Investeringsreglerne vil blive baseret på "prudent-man"-princippet og sikre, at pensionsfonde kan investere på markederne for risikovillig kapital.

Mange medlemsstater har taget eller agter at tage initiativ til at fjerne de kvantitative restriktioner, der forhindrer pensionsfondene i at føre den sundeste og mest effektive investeringspolitik. Betydningen af denne problematik blev understreget i de overordnede retningslinjer for den økonomiske politik for 2000. Medlemsstaterne bør aflægge beretning om fremskridtene på dette område i deres rapporter om reformerne på produkt- og kapitalmarkederne.

Der vil blive foretaget en sammenligning med de institutionelle investeringer i USA.

Indikator	Datadisponibilitet
Institutionelle investeringer i forhold til BNP Institutionelle egenkapitalinvesteringer i forhold til BNP	EUROSTAT / OECD.
Andel af kapital tilvejebragt af venturekapitalfonde fra pensionsfonde og forsikringsselskaber i forhold til den samlede tilvejebragte kapital	EVCA; så vidt muligt vil der blive sondret mellem indenlandske og udenlandske institutionelle investorer.
Forsigtighedsregler for investeringer foretaget af institutionelle investorer	Data skal ajourføres. Pilotundersøgelsen fra 1998 om benchmarking af finansieringen af innovation indeholdt en tabel, hvori var angivet de vigtigste forsigtighedsregler og restriktioner for institutionelle investorer. Denne tabel skal ajourføres regelmæssigt ved brug af den information, der indsamles i de årlige nationale rapporter om reformerne på produkt- og kapitalmarkederne.

C.3. Beskatning

- Beskatning af venturekapitalfonde (gennemsigtighed for at undgå dobbeltbeskatning)
- Kapitalvindingsskat
- Aktieoptioner
- Skattemæssige arrangementer for nystiftede selskaber
- Beskatning af kapital med lav risiko (f.eks. bankindlån og obligationer) i forhold til venturekapital

Initiativer på det fiskale og skattemæssige område tilkommer det de enkelte medlemsstater at tage; Kommissionen kan dog spille en rolle i forbindelse med at analysere situationen og

fremhæve eksempler på bedste praksis. De fiskale spørgsmål er nøglen til udviklingen af risikovillig kapital i EU, men det skal bemærkes, at præferenceordninger på skatteområdet kan blive betragtet som en statsstøtte.

Overvågningen af de fiskale rammer er vanskelig, fordi skattebestemmelserne er komplekse og regelmæssigt ændres. Der kan ikke fastsættes nogen samlet indikator for dette område. Der kan dog tages hensyn til den implicite skattesats på andre produktionsfaktorer: (skatter på selvstændige erhvervsdrivende + skatter på kapital)/nettodriftsoverskud i økonomien (dvs. kapital- og driftsherreindkomster).

For at benchmarke fiskale spørgsmål vil der blive gjort brug af eksisterende undersøgelser som f.eks.

- Beskatning af selskabsoverskud, udbytter og kapitalgevinster, EVCA, 2/99
- Nedbrydning af barrierer, rapport om multinationale aktieordninger, European Centre for Employee Ownership, 4/99 (omfatter en analyse af beskatningsproblematikken)
- Det effektive skattetryk i EU, undersøgelse til det nederlandske finansministerium, 1/99.

Analysen af medlemsstaternes rapporter om reformerne på produkt- og kapitalmarkederne skulle også give eksempler på bedste praksis.

Det igangværende arbejde i Kommissionens tjenestegrene om selskabsbeskatningen skulle også være nyttig. Der er blevet nedsat to ekspertpaneler til at gennemgå selskabsbeskatningen i Europa og de fiskale barrierer på det indre marked. De ventes at aflægge rapport i efteråret 2000.

C.4. Hightech-SMV en mangelvare

C.4.1. Foranstaltninger under Kommissionens ansvar

- Etablering af en fælleseuropæisk klub for innovative hightechvirksomheder

Fremskridtet på dette område vil blive overvåget på basis af væksten i European Federation of High Tech Enterprises (den europæiske sammenslutning af hightechvirksomheder), der blev oprettet i 1999.

- Reform af det europæiske patentsystem

Kommissionen fremlagde den 5. juli 2000 et forslag til en forordning om indførelse af et patent, som skal være ensartet og gyldigt overalt i EU. Domstolenes kompetence i forhold til dette EU-dækkende patent vil blive centraliseret såvel i første som i anden instans. Udviklingen på dette felt kunne overvåges ved brug af en indikator for europæiske og amerikanske patenters verdensandel.

C.4.2. Foranstaltninger under Kommissionens og medlemsstaternes ansvar

- Opbygning af netværk og etablering af samarbejde mellem universiteter, forskningscentre, finansieringsinstitutioner, advokater, specialister i menneskelige ressourcer osv. og etablering af links mellem dem på EU-plan

En række initiativer er blevet taget af medlemsstaterne og Kommissionen på dette felt. Med udgangspunkt i den information, der allerede er indsendt eller vil blive indsendt til

Kommissionen fra medlemsstaterne som led i BEST- og Cardiff-initiativerne, vil opmærksomheden blive henledt på eksempler på bedste praksis.

Der er endnu ikke foreslået nogen indikator for overvågning af disse initiativer. I fremtiden kunne man benytte nogle af de indikatorer, Kommissionen foreslår benyttet til benchmarking af medlemsstaternes forskningspolitik, især den foreslåede indikator for overvågning af antallet af indirekte gavnlige virkninger, som universiteter og forskningscentre vil kunne afstedkomme.

- Udvikling af skræddersyede e-handelsmoduler til mindre virksomheder med henblik på at lette deres adgang til e-handel og det indre marked

Det vil være umuligt at overvåge fremskridtet inden for det meget specifikke område udvikling af skræddersyede e-handelsmoduler til SMV. Medlemsstaternes rapporter fra 1999 viser, at der er taget forskellige initiativer til fremme af e-handel, men ingen så specifikke initiativer som udvikling af skræddersyede e-handelsmoduler. Kommissionen har til hensigt at udsende en rapport om e-handel og SMV. Der kunne her henvises til antallet af SMV, der benytter Internettet i forretningsmæssigt øjemed (der foreligger data for 1998, og yderligere undersøgelser vil blive igangsat i fremtiden).

C.5. Menneskelige ressourcer

- Fremme af iværksætterånd og innovation i undervisnings- og uddannelsessystemet

Der findes ingen indikator, der kan benyttes i denne forbindelse. Kommissionen vil aflægge rapport om fremskridtet med det projekt, den har igangsat på dette felt, f.eks. projektet (igangsat i juni 1999) om udvikling af europæiske iværksætteruddannelsesmoduler i samarbejde med universiteter og handelshøjskoler samt investorer og finansieringsinstitutioner og projektet om oprettelse af et europæisk erhvervsuddannelsesnetværk ("Business Education Network of Europe" (BENE)), som skal være et forum for uddannelsesorganisationer med dokumenteret erfaring inden for iværksætteruddannelse til at udveksle erfaringer, identificere bedste praksis og tilpasse kurser og uddannelsesforløb til den skiftende efterspørgsel. Det skal også fremdrage eksempler på nyttige initiativer, som medlemsstaterne har taget på dette felt. Medlemsstaternes beskæftigelsehandlingsplaner omfatter en redegørelse for fremskridtet på dette område. Selv om de nationale handlingsplaner ikke frembyder standardiserede data for alle medlemsstaterne, giver de dog input til initiativer/former for praksis, som kan videreudvikles.

- Fastlæggelse af uddannelsesbehovene hos venturekapitalfondsforvalterne, markedsdeltagerne og analytikerne af hightechvirksomheder

Der findes ingen indikator, der kan benyttes i denne forbindelse. Kommissionen vil aflægge rapport om resultatet af den undersøgelse, den har igangsat for at fastlægge uddannelsesbehovene hos venturekapitalfondsforvaltere, markedsdeltagere og analytikere af hightechvirksomheder, samt om visse andre initiativer på dette felt.

- Vurdering af fordelene ved aflønning med aktieoptioner og medejerskabsordninger

Arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene (SEK(1999) 1725) om gennemførelsen af RCAP omfattede en analyse af de økonomiske og finansielle virkninger af aktieejerskabs- og aktieoptionsordninger for medarbejderne samt af de nødvendige betingelser for udvikling af disse ordninger i EU. Betydningen af ejerskabs- og aktieoptionsordninger for medarbejderne blev understreget i de overordnede retningslinjer for den økonomiske politik

for 2000. Kommissionen vil aflægge rapport om resultatet af en bestilt undersøgelse om "et virksomhedsperspektiv på medejerskab af virksomheder i EU; målsætninger og hindringer". Derudover bør medlemsstaterne redegøre for udviklingen på dette område som led i de årlige rapporter om reformerne på produkt- og kapitalmarkederne.

C.6. Kulturelle barrierer

- Demonstration af fordelene ved venturekapital og fremme af iværksætterånden

Denne problematik har tilknytning til ovennævnte initiativer til fremme af iværksætterånden.

- Formidling af bedste praksis inden for "corporate governance"

"Corporate governance" er blevet udpeget af Kommissionen som et af de spørgsmål, der skal undersøges som led i etableringen af dybe og likvide europæiske kapitalmarkeder. En række "corporate governance"-kodekser er blevet indført igennem det seneste tiår med det formål at beskytte aktionærerne og/eller kapitalandelhavernes interesser bedre. En række projekter på dette område står stadig i forberedelsesfasen. Forskelle i de arrangementer, der træffes inden for "corporate governance", kan skabe unødigt usikkerhed og kompleksitet for såvel grænseoverskridende emittenter som grænseoverskridende investorer, som ikke vil nyde de samme rettigheder alle vegne. Med udgangspunkt i denne konstatering har Kommissionen besluttet at iværksætte en undersøgelse af eksisterende kodekser for "corporate governance" med henblik på at finde frem til, hvilke retlige eller administrative barrierer der vil kunne lægge en bremse på udviklingen af et fælles marked for finansielle tjenesteydelser. Resultatet af undersøgelsen kan ventes at foreligge i andet halvår af 2001.

D. KONKLUSION

Medlemsstaternes myndigheder, som er blevet rådspurgt om denne mekanisme, har givet udtryk for støtte til den foreslåede ordning samt til de valgte indikatorer. De har også tilvejebragt nyttige data til brug for visse indikatorer, som der for øjeblikket ikke foreligger fyldestgørende data for. Tilsvarende har repræsentanter for erhvervslivet hilst en overvågning og benchmarking af handlingsplanen for risikovillig kapital velkommen. Når mekanismen er etableret, vil der blive indsamlet data, og disse vil blive fremlagt og analyseret i næste rapport om gennemførelsen af handlingsplanen for risikovillig kapital.

BILAG 2

AKRONYMER (RCAP)

AIM :	Alternativt investeringsmarked [London]
EIB :	Den Europæiske Investeringsbank
EIF :	Den Europæiske Investeringsfond
EASDAQ :	European Association of Securities Dealer Automated Quotation [Bruxelles]
EURO. NM :	Nouveau Marché (Paris) + Neuer Markt (Frankfurt) + Nouveau Marché (Bruxelles) + Nieuwe Markt (Amsterdam)
EVCA :	European Venture Capital Association
FESCO :	Forum of European Securities Commission
FIBV	Den Internationale Sammenslutning af Fondsbørser
IAS :	Internationale regnskabsstandarder
ISD :	Investerings servicedirektivet (93/22/EØF)
IT :	Informationsteknologi
NASDAQ :	National Association of Securities Dealers Automated Quotation system
RTD :	FTU
SOEC :	De Europæiske Fællesskabers Statistiske Kontor
SMV :	Små og mellemstore virksomheder
UCITS :	Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)
US GAAP :	US Generally Accepted Accounting Principles

BILAG 3

ORDLISTE (RCAP)

<i>Regnskabsdirektiv:</i>	Direktiv 78/660/EØF og direktiv 83/349/EØF.
<i>"Business angels":</i>	Private, der investerer direkte i nye unoterede selskaber i vækst. De tilbyder normalt kapital til gengæld for en aktiepost i selskabet, men kan også tilbyde anden langfristet finansiering. Denne kapital kan supplere venturekapital*-indskyderne ved at stille mindre beløb til rådighed (generelt under 150 000 EUR) på et tidligere stadium end det, hvor de fleste venturekapitalselskaber kan investere.
<i>Kapitalmarked:</i>	Et marked, hvor der rejses langfristet kapital af industrien og handelen samt staten og de lokale myndigheder. Fondsbørserne er en del af kapitalmarkedet.
<i>"Corporate governance":</i>	Ledelsesmetode, især i aktieselskaber, og karakteren af ledelsens ansvar over for ejerne. Dette spørgsmål har fået stigende betydning siden begyndelsen af 1990'erne, fordi de eksterne investorer i et selskab ønsker at sikre sig, at ledelsen ikke handler i modstrid med deres interesser.
<i>"Corporate venturing":</i>	Én virksomheds tilvejebringelse af venturekapital til en anden virksomhed.
<i>Udviklingskapital:</i>	Kapital, der stilles til rådighed til et selskabs vækst og ekspansion.
<i>"Early stage"-kapital:</i>	Finansiering af selskaber, før de påbegynder produktion og salg på forretningsmæssigt grundlag, og før de giver overskud. Omfatter "seed"*- og start*-kapital.
<i>Elektronisk handel:</i>	Direkte salg via en pc eller en tv-skærm.
<i>Egenkapital:</i>	Et selskabs ordinære aktiekapital.

<i>Det Højtstående Udvalg af Værdipapirtilsynsmyndigheder:</i>	Uformel rådgivende gruppe nedsat i 1985 af Kommissionen og EU's værdipapirtilsynsmyndigheder med det formål at drøfte samarbejdsspørgsmål og grænseoverskridende anliggender. Det vil blive erstattet af Værdipapirudvalget.
<i>Institutionelle investorer:</i>	Denne betegnelse omfatter primært forsikringsselskaber, pensionsfonde og investeringsforeninger, der modtager opsparing og forsyner markederne med kapital, men også andre typer institutionelle fonde (f.eks. stiftelser og legatfonde).
<i>IPO:</i>	"Initial Public Offering" (første udbydelse til offentligheden): igangsætning af et aktieselskab ved offentlig aktietegning.
<i>Investeringservice-direktivet:</i>	Direktiv 93/22/EØF. Det udsteder et europæisk "enhedspas" til investeringsfonde (mæglere, handlere osv.) og giver elektroniske børser ret til at placere terminaler i andre medlemsstater.
<i>"Management buy-out":</i>	Finansiering, der sætter den nuværende ledelse og investorer i stand til at erhverve et bestående produktsortiment eller en bestående virksomhed.
<i>Markedskapitalisering:</i>	Prisen på en aktie multipliceret med det samlede antal cirkulerende aktier. Markedets samlede værdiansættelse af et aktieselskab. I videre betydning værdiansættelsen af samtlige selskaber, der er noteret på et aktiemarked.
<i>Primærmarked:</i>	Marked, hvor en nyemission af værdipapirer iværksættes.
<i>Privat egenkapital:</i>	Modsat offentlig egenkapital; private investorers egenkapitalinvesteringer i selskaber, der ikke er noteret på et aktiemarked.
<i>Prospekt:</i>	Et formelt skriftligt tilbud om at sælge værdipapirer, hvori der redegøres for en virksomhed, der påtænkes oprettet, eller for forhold vedrørende en bestående virksomhed, som en investor har

brug for at træffe en informeret beslutning om.

- Prospektdirektivet:* Dokumenter udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i direktiv 89/298/EØF (udbydelse til offentligheden) og/eller direktiv 80/390/EØF (information ved optagelse af værdipapirer til officiel notering).
- "Prudent-man"-regulering:* Pensionsforvalteres forpligtelse til at investere, som en forsigtig investor ville gøre på egne vegne, især ved at foretage en fornuftig porteføljespredning uden andre begrænsninger i porteføljespredningen end pensionsforvalternes egne investeringer til finansiering af pensionsfonde, der finansierer bestemte pensionsordninger. Nederlandene, UK, Irland, USA, Canada og Australien har en sådan lovgivning.
- Regulerede markeder:* Organiserede markeder, hvor købere og sælgere mødes for at handle efter aftalte regler og procedurer. Markeder, der opfylder betingelserne i artikel 1, stk. 13, i investerings servicedirektivet*.
- Erstatningskapital:* En anden venturekapitalinvesteringsorganisations eller en anden aktionærs eller andre aktionærers køb af bestående aktier i et selskab.
- Markeder for risikovillig kapital:* Markeder, der tilvejebringer egenkapitalfinansiering til selskaber i den tidlige fase af deres vækst (startkapital* og udviklingskapital*). I denne meddelelse dækker udtrykket tre former for finansiering:
- uformelle investeringer foretaget af "business angels"*
 - venturekapital*
 - aktiemarkeder, der er specialiseret i SMV og højvækstvirksomheder.

* Ord, der er defineret i ordlisten eller akronymmerne.

<i>Sekundært marked:</i>	Marked, hvor værdipapirer købes og sælges efter den oprindelige emission. Et blomstrende, likvidt sekundært marked skaber betingelserne for et sundt primærmarked*.
<i>Værdipapirudvalg:</i>	Vil blive nedsat. Det vil både få en rådgivende og komitologisk rolle og vil erstatte Det Højtstående Udvalg af Værdipapirtilsynsmyndigheder*. Det vil på værdipapirområdet spille samme rolle som Bankudvalget inden for bankvæsen og Forsikringskomitéen inden for forsikring.
<i>Værdipapir:</i>	Et finansielt aktiv, herunder aktier og obligationer, samt beviser for udlån og indlån.
<i>"Seed"-kapital:</i>	Finansiering til forskning, vurdering og udvikling af et nyt virksomhedskoncept.
<i>Startkapital:</i>	Ydes til virksomheder til produktudvikling og første markedsføring.
<i>Fondsbørs (aktiemarked):</i>	Et marked, hvor værdipapirer købes og sælges. Den grundlæggende funktion er at give aktieselskaber, regeringer og lokale myndigheder mulighed for at rejse kapital ved at sælge værdipapirer til investorer.
<i>Aktieoption:</i>	Option til ansatte og/eller ledere om at købe aktier til en fast pris.
<i>Venturekapital:</i>	Investeringer i unoterede selskaber foretaget af venturekapitalselskaber, der som primærinvestor forvalter private, institutionelle eller egne midler. Der opereres med fire primære finansieringsfaser i et venturekapitalstøttet selskabs udvikling: "early stage"*, ekspansion, erstatning* og "buy-out"*. I USA omfatter venturekapital ikke de fleste buy-out-transaktioner.
<i>Venturekapitalfond:</i>	Lukket fond, der er oprettet med det formål at tilvejebringe venturekapital.