



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 16.10.2002
COM(2002) 563 definitief

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE
AAN DE RAAD EN HET EUROPEES PARLEMENT**

**BETREFFENDE DE TENUITVOERLEGGING VAN HET ACTIEPLAN VOOR
RISICOKAPITAAL (APRK)**

1. SAMENVATTING

In deze mededeling wordt verslag uitgebracht over de bij de tenuitvoerlegging van het APRK in 2001 en, wat sommige aspecten betreft, in de eerste helft van 2002 gemaakte vorderingen. Het betreft het vierde voortgangsverslag sinds het APRK in 1998 is goedgekeurd. Achtereenvolgende Europese Raden hebben de uiterste termijn voor de voltooiing van het Actieplan voor risicokapitaal gesteld op 2003.

*Dit is het vierde
jaarlijkse verslag*

Marktanalyse wijst uit dat de afgelopen achttien maanden voor de Europese risicokapitaalsector als een periode van aanpassing moeten worden aangemerkt. De ingrijpende correctie, die medio 2000 begon, houdt nog steeds aan en had vooral grote gevolgen voor de kandidaat-lidstaten, onder andere omdat deze bijzonder gevoelig zijn voor mondiale trends. Ondanks de negatieve tendens was 2001 voor de Europese sector het op één na beste jaar, zowel wat geïnvesteerde als wat aangetrokken middelen betreft. De teruggang in Europa was minder sterk dan in de VS, maar dit neemt niet weg dat er nog een lange weg af te leggen valt voordat de Europese sector zijn achterstand op de Amerikaanse heeft ingelopen. De problemen in Europa worden verergerd door het feit dat de kapitaalmarkt er nog altijd uiterst gefragmenteerd is, een euvel dat door het Actieplan voor financiële diensten moet worden verholpen. Daarnaast leiden de zwakte en de tegenvallende ontwikkeling van de aandelenbeurzen voor snelgroeïende ondernemingen van de EU ertoe dat de mogelijkheden voor nieuwe beursintroducties (IPO's) - een belangrijke uitstapstrategie voor beleggers in durfkapitaal - momenteel uiterst beperkt blijven. Opdat de omvang van de markt voor durfkapitaal toeneemt en er een adequate pan-Europese dimensie ontstaat, is een verdere rationalisatie noodzakelijk om het functioneren, de regulering en de liquiditeit van deze markt te verbeteren.

*Een periode van
aanpassing voor
de sector*

Er is goede voortgang gemaakt met de modernisering van het regelgevingskader in een financieel klimaat dat in het teken stond van de succesvolle invoering van de chartale euro. Tevens is belangrijke vooruitgang geboekt op het gebied van de verplichte invoering van internationale standaarden voor jaarrekeningen in 2005 en de toekomstige wetgeving inzake aanvullende pensioenfondsen. Laatstgenoemde instellingen kunnen belangrijke bronnen van risicokapitaal worden, zoals reeds het geval is in de VS. Een negatieve factor is echter dat de invoering van een betaalbaar, kosteneffectief Europees octrooi nog steeds moeizaam verloopt.

*Het
regelgevingskader
wordt
voortdurend
gemoderniseerd*

Ook het ondernemerschap is in volle ontwikkeling. Het binnenkort uit te brengen groenboek over dit onderwerp zou het ondernemerschap voor het voetlicht moeten brengen en de essentiële betekenis ervan voor het risicokapitaal moeten onderstrepen. Projecten die ertoe leiden dat de vraag naar en het aanbod van risicokapitaal beter op elkaar zijn afgestemd, zoals het project dat thans met de hulp van de Commissie wordt uitgevoerd, moeten worden aangemoedigd. De door de Europese Raad van Barcelona geformuleerde doelstelling om de investeringen van de EU in O&O op te voeren (zodat

*Ondernemerschap
wordt vanuit
verschillende
hoeken
gestimuleerd*

deze tegen 2010 3% van het BBP benaderen, waarbij twee derden van deze investeringen afkomstig moeten zijn uit de particuliere sector), vereist een grotere investeringsinspanning van de particuliere sector en een prominenter rol van zowel particulier als openbaar risicokapitaal bij de financiering van veelbelovende innovatieve projecten en initiatieven.

Wat de overheidsfinanciering betreft, heeft de Commissie met haar mededeling over staatssteun en risicokapitaal meer duidelijkheid geschapen in verband met de vraag in hoeverre overheidsfinanciering van risicokapitaalmaatregelen in overeenstemming is met de Verdragsartikelen inzake staatssteun. Het EIF maakt een fase van snelle expansie door en is er onder moeilijke marktomstandigheden in geslaagd om particuliere investeerders warm te maken voor startfondsen. Ten slotte is ook het aandeel van de Structuurfondsen in de financiering van durfkapitaalinvesteringen aanzienlijk toegenomen. Al deze recente ontwikkelingen tonen aan dat de flankerende beleidsmaatregelen om de Europees risicokapitaalsector verder uit te bouwen, in de afgelopen vier jaar ingrijpende en positieve veranderingen hebben ondergaan.

*Financiering van
risicokapitaal
door de
Gemeenschap
heeft succes*

In vergelijking met 1998 zijn de risicokapitaalmarkten niet alleen in omvang toegenomen, maar ook volgroeider geworden. De huidige inspanningen om het klimaat voor risicokapitaalinvesteringen te verbeteren, moeten worden voortgezet en vanuit een langetermijnperspectief worden bekeken, zonder dat met conjuncturele invloeden rekening wordt gehouden.

*Het APRK moet
vanuit
langetermijn-
perspectief
worden bekeken*

2003 zal het laatste jaar zijn waarin de tenuitvoerlegging van het APRK wordt geanalyseerd. In dat jaar zal ook moeten worden overwogen of verdere maatregelen vereist zijn om de ontwikkeling van het risicokapitaal na 2003 nog te stimuleren.

2. INLEIDING

Sinds het **Actieplan voor risicokapitaal (APRK)** in juni 1998 tijdens de *top van Cardiff* is goedgekeurd¹, heeft de Commissie jaarlijks een aan de Raad en het Europees Parlement² gericht verslag gepubliceerd waarin de bij de tenuitvoerlegging van het plan geboekte vooruitgang wordt geschetst. In dit **vierde** voortgangsrapport³ worden **de afgelopen achttien maanden** behandeld (het jaar 2001 en, tot op zekere hoogte, de eerste helft van 2002). Daarnaast wordt voor het eerst een gedeeltelijke analyse gepresenteerd van de kandidaat-lidstaten. Ook worden er voor het eerst gegevens verstrekt met betrekking tot overnames en suggesties gedaan voor initiatieven die buiten het bestek van het APRK vallen.

*Dit is het vierde
jaarlijkse
voortgangs-
verslag over het
APRK*

¹Op basis van "*Risicokapitaal: sleutel voor de schepping van werkgelegenheid in de Europese Unie*", SEC(1998)522, april 1998.

²Het Europees Parlement heeft resoluties goedgekeurd waarin het zich positief uitspreekt over deze verslagen. De meest recente dateert van 11 april 2002 (Rapport A5-0020/2002 van Parlementslid Peter William Skinner).

³De vorige waren: COM(1999) 493 van 20 oktober 1999, COM(2000) 658 van 18 oktober 2000 en COM(2001) 605 van 25 oktober 2001.

Het APRK heeft ten doel om op zowel communautair als nationaal niveau de resterende belemmeringen van regelgevende of administratieve aard weg te nemen die de **volwaardige ontwikkeling van risicokapitaalmarkten⁴ in Europa** in de weg staan. Het wegnemen van deze belemmeringen zal een belangrijke rol spelen bij de oprichting en ontwikkeling van innovatieve, snelgroeiende kleine en middelgrote ondernemingen en zal daarom van groot belang zijn voor de bevordering van de economische groei en het scheppen van werkgelegenheid. Bovendien is een tijdige voltooiing van het APRK onontbeerlijk om de Gemeenschap, zoals in Lissabon overeengekomen, vóór 2010 te laten uitgroeien tot de meest concurrerende en dynamische kennismaatschappij ter wereld.

Belemmeringen moeten op zowel communautair als nationaal niveau worden weggenomen

Nu de uiterste termijn van 2003 nadert⁵, wordt het steeds dringender om de situatie in de lidstaten beter in kaart te brengen. In het licht daarvan zijn de gegevens uit de nationale voortgangsrapporten die in de context van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid voor 2001-2002 werden verstrekt, aangevuld met de antwoorden op een ad-hoc-enquête die in april 2002 naar de lidstaten is verstuurd. Deze antwoorden zullen afzonderlijk worden gepresenteerd.

Het APRK moet eind 2003 zijn voltooid

Dit voortgangsrapport is opgesteld door de **werkgroep risicokapitaal van de Commissie**, waarvan onder andere vertegenwoordigers van de EIB en het EIF deel uitmaken. Dankzij voortdurende samenwerking en overleg met vertegenwoordigers van de sector (EVCA) is gegarandeerd dat ook met hun standpunten rekening is gehouden.

Nauw overleg met de sector

3. MARKTONTWIKKELINGEN⁶

3.1. De durfkapitaalsector in 2001

De Europese durfkapitaalmarkt heeft sinds de tweede helft van 2000 een ingrijpende correctie ondergaan. Deze correctie weerspiegelt de nog aanhoudende leegloop van de zeepbel van investeringen in de TMT-sector, welke, in combinatie met een wereldwijde economische verzwakking, neerwaartse druk heeft uitgeoefend op de aandelenmarkten en ertoe heeft geleid dat er minder animo was om in durfkapitaal te investeren. De investeringen in durfkapitaal⁷ liepen in 2001 immers met 35% terug ten opzichte van 2000, waarbij zich een overeenkomstige daling van 24% in buy-outinvesteringen voordeed. In totaal werd in 2001 **12,7 miljard EUR**

Een ingrijpende mondiale correctie volgt op eerdere excessen

⁴Het **APRK vormt een essentieel onderdeel van de structurele hervormingen** in Europa: op macro-economisch niveau zou de verwachte efficiëntie verhoging van de communautaire product- en kapitaalmarkten moeten resulteren in **economische groei en de schepping van (kwalitatief hoogwaardige) arbeidsplaatsen**.

⁵Deze datum voor de voltooiing van het APRK is afgesproken tijdens de Europese Raad van Lissabon (maart 2000) en bevestigd tijdens de daaropvolgende voorjaarsbijeenkomsten van de Europese Raad (Stockholm en Barcelona).

⁶De gegevens voor de EU zijn ontleend aan de door **PwC in opdracht van de EVCA** gehouden enquête en gepubliceerd in het Jaarboek voor 2002 van de EVCA; de gegevens voor de VS zijn ontleend aan de door PwC en Venture Economics in opdracht van de NVCA gehouden enquête (MoneyTree Survey). Aan deze bronnen is de voorkeur gegeven boven andere mogelijke bronnen omdat de gegevens ervan voor diverse landen en over verscheidene jaren consistent zijn (al zijn **de gegevens voor de EU en de gegevens voor de VS niet geheel vergelijkbaar**).

⁷Inclusief de start-, aanloop-, expansie- en vervangingsfase in de levenscyclus van ondernemingen.

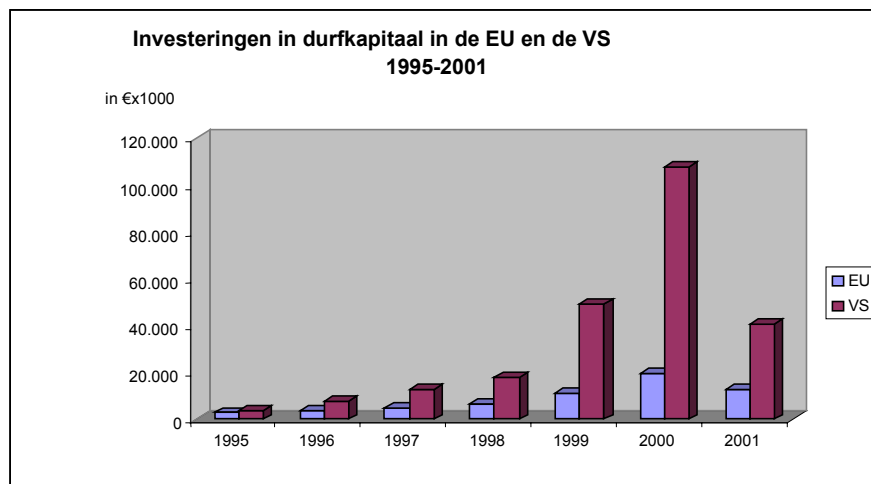
(0,14% van het BBP) geïnvesteerd in durfkapitaal en **10,7 miljard EUR** **(0,12% van het BBP)** in buy-outs.

De mondiale durfkapitaalsector is klein⁸ en zeer gevoelig voor veranderingen in het economische klimaat. De jaarlijkse instroom in Amerikaanse durfkapitaalfondsen nam in de jaren tachtig met een factor tien toe totdat de opbrengsten begonnen terug te lopen en er een gestage daling inzette van de voor dergelijke beleggingen beschikbaar gestelde gelden. In de jaren negentig sloeg deze tendens om, waardoor dit decennium eindigde met instromen van recordniveau. Cumulatief gezien namen de investeringen in durfkapitaal in de VS tussen 1995 en 2000 met een factor twintig toe.

De durfkapitaalsector in de VS heeft ten minste twee verschillende cycli doorgemaakt

Zoals in eerdere *Mededelingen betreffende het APRK* werd benadrukt, was deze opvallende expansie in de VS overwegend toe te schrijven aan het ontstaan van een speculatiezeepbel in 1999 en 2000. Er vond een stormloop plaats op beleggingen in de technologie sectoren, waarbij minder goed werd gelet op de kwaliteit van dergelijke beleggingen. Toen de zeepbel uiteindelijk uiteenspatte, stortten de investeringen ineen. Eind 2001 waren deze met 62% gedaald ten opzichte van het jaar voordien.

Ontstaan van een speculatiezeepbel



Deze recente schommelingen zijn in de EU minder uitgesproken geweest dan in de VS. De investeringen in durfkapitaal in de EU zijn in de periode 1995-2000 slechts met een factor zes toegenomen. Dit neemt niet weg dat zich sinds het eerste kwartaal van 2001 een forse correctie heeft voorgedaan die een scherpe daling van de investeringen heeft veroorzaakt. Positief is dat de totale investeringen in durfkapitaal in de EU in 2001 het op één na hoogste niveau bereikten dat ooit is opgetekend. De daling van de investeringen was immers gedeeltelijk toe te schrijven aan het feit dat de waarde van de transacties terugliep tot een prudenter niveau.

De groei is in Europa minder sterk ingezakt dan in de VS

Hoewel de correctie in de EU minder sterk was dan in de VS, blijft de Europese durfkapitaalsector betrekkelijk klein. Ondanks een teruggang met 62% in 2001 vertegenwoordigt de durfkapitaalsector in de VS nog steeds **0,36% van het BBP**, tegen slechts 0,14% van het BBP in de EU. In absolute waarde blijft de VS-sector drie keer zo groot (d.w.z.

In absolute cijfers blijft de Europese sector zeer klein vergeleken met

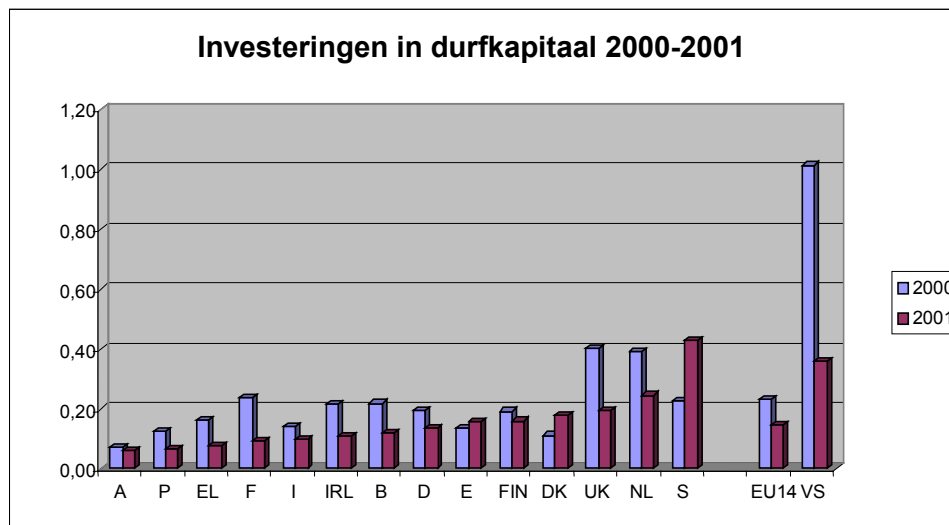
⁸ Investerings in durfkapitaal vertegenwoordigen slechts 5% van het door aandelenbeurzen aangetrokken kapitaal.

41 miljard EUR tegenover 12,7 miljard EUR). De inkrimping heeft vooral plaatsgevonden op de deelmarkten voor aanloopkapitaal en technologie, die in de EU beide al relatief weinig ontwikkeld waren.

die van de VS

De Europese durfkapitaalmarkt blijft gefragmenteerd, met sterke verschillen tussen de landen wat omvang en trends betreft. Na reeds verscheidene jaren een aanzienlijke groei te hebben vertoond, bleven de investeringen in 2001 stijgen in Zweden (+80%), Denemarken (+67%) en Spanje (+26%). Ze daalden echter significant in Frankrijk (-60%), het Verenigd Koninkrijk (-50%), Griekenland (-50%), België, Ierland en Portugal (alle -40%). Thans is het investeringniveau in verhouding tot het BBP binnen de EU het hoogst in Zweden (0,43% van het BBP), maar in absolute cijfers staat het Verenigd Koninkrijk nog steeds bovenaan.

De prestaties van de sector verschillen per lidstaat

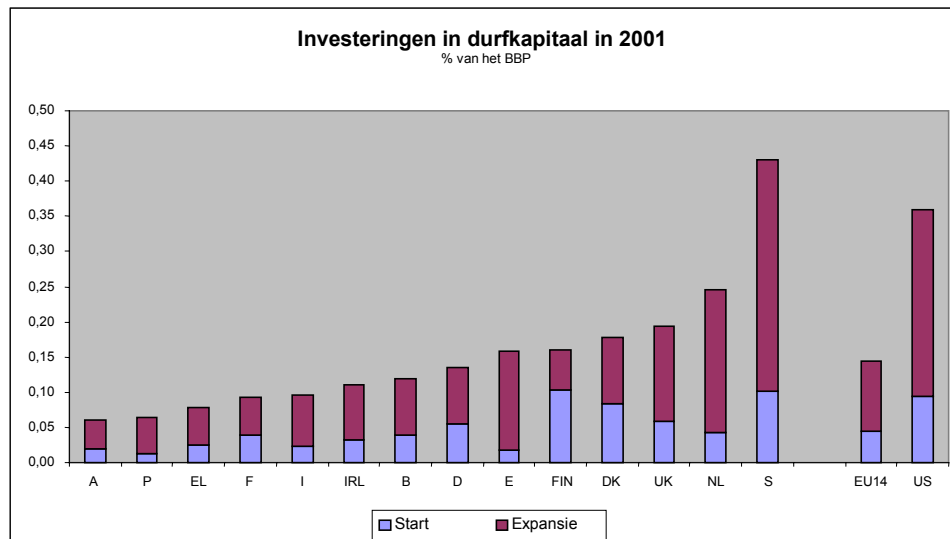


In Zweden gaven de startinvesteringen de afgelopen twee jaar blijk van weinig dynamisme, terwijl de expansie-investeringen in 2001 verdubbelden doordat het accent steeds meer op de ontwikkeling van bestaande portefeuilles kwam te liggen. Een soortgelijke tendens was waarneembaar in Nederland, waar de investeringen in startfondsen sterker afnamen. In Spanje bleef de nadruk liggen op investeringen in latere fasen en liepen de startinvesteringen, die al weinig omvangrijk waren, relatief gezien nog verder terug. In België, Ierland en Italië werd een bijzonder scherpe daling van de startinvesteringen geconstateerd. In het Verenigd Koninkrijk hield de vermindering van de startinvesteringen verhoudingsgewijs gelijke tred met de daling van de investeringen in latere fasen. Hoewel investeringen in het Verenigd Koninkrijk traditioneel toegespitst zijn op latere fasen en buy-outs, gaven investeringen in *seed capital* toch voor het tweede jaar achtereen bijna een verdubbeling te zien en nam het aantal aanloopkapitaalprojecten met een factor tien toe. In Finland werd in 2001 opnieuw veel geïnvesteerd in startende ondernemingen, een trend die zich dit jaar ook in Denemarken voordeed. In Duitsland en Frankrijk werden alle deelmarkten in gelijke mate getroffen door een scherpe daling van de investeringen, die sterker was in Frankrijk dan in Duitsland.

Algemene daling van de startinvesteringen

De inkrimping van de durfkapitaalsector was bijzonder uitgesproken in de kandidaat-lidstaten. De sector is daar nieuw, relatief onderontwikkeld en bijzonder gevoelig voor mondiale trends⁹. Daarnaast zijn er in deze landen onvoldoende uitstapmogelijkheden, omdat hun aandelenbeurzen zelden een realistische mogelijkheid bieden om een IPO tot een goed einde te brengen.

Sterke achteruitgang in de kandidaat-lidstaten



Hoewel de gegevens over de ontwikkeling van het durfkapitaal in de kandidaat-lidstaten niet volledig zijn, kunnen er toch diverse duidelijke tendensen worden onderscheiden. In Tsjechië daalden de investeringen in durfkapitaal in 2001 met 75% en waren zij goed voor 0,04% van het BBP, terwijl de financiering terugliep met 90%. Banken bleven de belangrijkste investeerders en slechts 12,5% van de totale investeringen werd uit binnenlandse bronnen gefinancierd. Het grootste deel van de financiering (63%) was afkomstig uit landen van de EU. De daling van de investeringen was minder sterk (-25%) in Polen, waar de investeringen in durfkapitaal 0,07% van het BBP bedroegen. De instroom van kapitaal verminderde met 50% en was voornamelijk afkomstig van bedrijven en banken uit EU-landen (79%). In Hongarije bleven de investeringen in durfkapitaal gering (0,05% van het BBP), terwijl de buy-outs zes keer zo hoog lagen als in 2000. Het totale particuliere risicokapitaal werd vrijwel geheel gefinancierd door EU-lidstaten (99%). In Slowakije namen de investeringen in durfkapitaal daarentegen toe (zij het ten opzichte van een zeer laag peil in 2000 en zonder dat zich een significante toename van het aantal deelnemers voordeed), waarbij meer dan 90% van de nieuwe kapitaalinstroom voor rekening kwam van investeerders van buiten de EU.

Verskillende tendensen in verschillende landen

De correctie in de Europese durfkapitaalsector kan weliswaar worden gezien als een noodzakelijke aanpassing om tot realistische waarderingen te komen, maar sommige aspecten ervan, zoals met name de buitenproportionele gevolgen voor start- en hightechinvesteringen, geven toch aanleiding tot bezorgdheid. Doordat durfkapitaalfondsen zich concentreerden op de ondernemingen die zij reeds in hun portefeuille hadden, is het aandeel van de investeringen in zeer kleine ondernemingen

De correctie treft vooral startinvesteringen

⁹Het meeste kapitaal wordt aangetrokken in het buitenland, met name in de EU.

in 2001 afgenomen. De daling van het aantal gefinancierde ondernemingen is zelfs nog sterker geweest dan de vermindering van het aantal investeringen (-23% tegenover -20%). Investerings in aanloop- en startprojecten zijn met 38% gedaald, terwijl vervangingsinvesteringen met 22% zijn gestegen. Dat kan leiden tot kredietschaarste ('*credit crunch*') op de deelmarkt voor startinvesteringen, met alle nadelige gevolgen vandien voor de levensvatbaarheid van startende en kleine ondernemingen.

Ook de investeringen in de technologiedeelmarkt zijn sterk gedaald, namelijk met 35% tot **5,7 miljard EUR**. Deze daling was bijzonder uitgesproken in Frankrijk, Portugal en Spanje. In dit laatste land ging in 2001 minder dan 15% van de investeringen in durfkapitaal naar de technologiesector. De investeringen in internetbedrijven liepen sterk terug, terwijl de investeringen in de computersector (ondanks een daling van 36%) de grootste categorie investeringen in technologiebedrijven bleven; daarbij lag de nadruk op financiering van de tweede fase, dat wil zeggen de expansie van bestaande ondernemingen. In vergelijking met de VS blijft de Europese technologiemarkt klein (zes keer kleiner dan in de VS, waar de **investeringen 35,4 miljard EUR bedroegen**). In Europa vonden echter meer transacties plaats dan in de VS (4 340 tegenover 3 280), zodat kan worden geconcludeerd dat dit verschil te wijten is aan verschillen in de soorten investeringen¹⁰. Duurzame groei is op korte termijn niet te verwachten. De middelen die in 2001 zijn aangetrokken en gereserveerd om in startende of zich uitbreidende hightechondernemingen te worden geïnvesteerd, verminderden met respectievelijk 35% (tot 5,6 miljard EUR) en 40% (tot 4 miljard EUR).

Ook investeringen in technologie liepen sterk terug

Op korte termijn geen verbetering voor technologie

3.2. Vooruitzichten voor de Europese durfkapitaalsector

Veel investeringen die eind 1999 en tijdens de eerste helft van 2000 zijn gedaan, waren overgewaardeerd en zetten nu - en waarschijnlijk nog voor enige tijd - de prestaties van durfkapitaalfondsen onder druk. Toen de sector de portefeuilles opschoonde, vond 23% van alle desinvesteringen plaats door middel van afschrijvingen¹¹. De opbrengsten daalden en deze daling was het sterkst bij de startinvesteringen, waar de teruggang van het jaarlijks effectief rendement eind 2001 op 9% uitkwam. Bovendien heeft de aanhoudende zwakte van de aandelenbeurzen voor snelgroeiende ondernemingen ertoe geleid dat er vrijwel geen IPO's meer plaatsvinden¹². Het feit dat durfkapitaalfondsen geen mogelijkheid hebben om door middel van IPO's te desinvesteren, zal gevolgen hebben voor hun prestaties en daarmee voor hun vermogen om nieuw kapitaal aan te trekken. Bovendien zal hierdoor hun vermogen om in nieuwe ondernemingen te investeren worden beperkt, omdat ze worden gedwongen hun bestaande portefeuille langer dan verwacht aan te houden.

Correctie zal naar verwachting nog enige tijd voortduren

In de VS zijn de investeringen in het tweede kwartaal van 2002 voor het

¹⁰Zo vonden er in Europa 33 keer meer transacties op de **markt voor medische apparatuur** plaats dan in de VS.

¹¹Tegen gemiddeld minder dan 7% over de voorgaande drie jaar.

¹²Handelstransacties zijn qua volume altijd veel groter geweest dan IPO's, maar **IPO's zijn essentieel voor de waardebeoordeling**.

negende achtereenvolgende kwartaal afgenomen. De totale investeringen voor het jaar 2002 zullen naar verwachting dan ook ver onder het niveau van 1999 en waarschijnlijk ook onder dat van 1998 uitkomen. Aangezien durfkapitaalfondsen zeer selectief zijn geworden bij de keuze van hun investeringen, hebben zij meer kapitaal aan hun investeerders teruggegeven¹³ dan bij hen aangetrokken. Ook in Europa komt uit de voorlopige gegevens voor het eerste kwartaal van 2002 een laag investeringsniveau naar voren, waarbij het accent ligt op vervolginvesteringen in plaats van op de ondersteuning van nieuwe ondernemingen.

Investeringsniveau in VS en Europa blijven dalen

Op middellange termijn lijken de vooruitzichten voor durfkapitaalinvesteringen in Europa relatief gunstig te zijn, met voldoende mogelijkheden om levensvatbare projecten te blijven financieren dankzij de grote hoeveelheid niet-geïnvesteerde middelen. In 2001 zijn instromen van **15 miljard EUR** genoteerd (zoals al is aangegeven, het op één na hoogste bedrag dat ooit is opgetekend) voor toekomstige investeringen in durfkapitaal en **22 miljard EUR voor buy-outs**. De grotere diversificatie van financieringsbronnen wijst erop dat de markt meer volgroeid is geworden. In 2001 waren de pensioenfondsen voor het tweede achtereenvolgende jaar de belangrijkste bron van particulier risicokapitaal (27%) in de EU, nog vóór de banken (24%) en verzekeringsmaatschappijen (13%). De volledige betrokkenheid van pensioenfondsen, die een ruimere investeringshorizon hebben, is een noodzakelijke voorwaarde voor het ontstaan van een volwassen risicokapitaalmarkt. Ook stichtingen, liefdadigheidsinstellingen, universiteiten, enz. treden in de EU in toenemende mate op als verstrekkers van risicokapitaal.

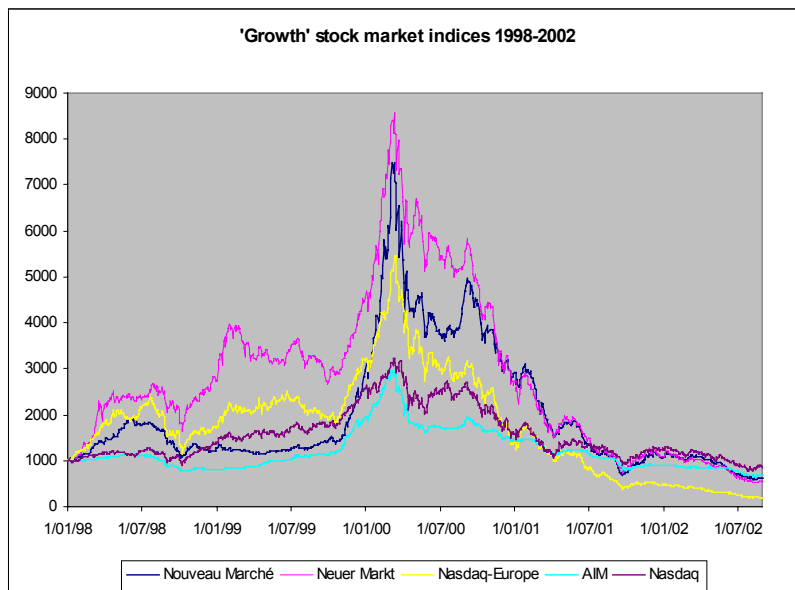
Vooruitzichten op middellange termijn lijken gunstiger

Nu de Europese durfkapitaalmarkt volwassener is geworden, is deze veel beter bestand tegen economische tegenwind. Doordat tegen een realistischer koers kan worden ingestapt, bieden de markten nieuwe mogelijkheden, die nog eens in de hand worden gewerkt door de ontwikkeling van de sector als geheel en een geleidelijk groter wordende ondernemersgeest in de EU. Er moet echter rekening mee worden gehouden dat de hoop op een snel herstel ijdel kan blijken.

EU-sector is volwassener geworden en beter bestand tegen economische tegenwind

¹³Voor de eerste keer in de geschiedenis van de Amerikaanse durfkapitaalmarkt.

3.3. Aandelenbeurzen voor snelgroeiende ondernemingen



Growth stock market indices 1998-2000 = Indexen van markten voor snelgroeiende ondernemingen 1998-2000.

Deze markten spelen een belangrijke rol bij de financiering van snelgroeiende ondernemingen en het bieden van uitstapmogelijkheden voor investeerders. Sinds het uiteenspatten van de TMT-zeepbel in maart 2000 zijn de koersen van aandelen in snelgroeiende bedrijven gekelderd en is de primaire activiteit op deze markten tot stilstand gekomen.

De gebeurtenissen van 11 september hebben de toch al gedrukte markten een nieuwe slag toegebracht. Eind september 2001 was de index van de *Neuer Markt* van *Frankfurt* met meer dan 90% afgenomen in vergelijking met de recordhoogtes van maart 2000. In dezelfde periode verloren de *Nouveau Marché* van *Euronext* 91%, de *Nuovo Mercato* van *Italië* 92%, *Nasdaq Europe* (voorheen *Easdaq*) 93% en de *Nuevo Mercado* van *Spanje* “slechts” 83% (waarschijnlijk omdat deze pas enige tijd na maart 2000 was opgericht). Na een licht herstel eind 2001 en begin 2002 ondergingen de markten opnieuw een correctie in april–juli 2002. De bezorgdheid van de investeerders is terug te voeren op vier factoren: (i) het vooruitzicht van tegenvallende winsten in de komende kwartalen als gevolg van een stagnerende wereldeconomie; (ii) de perceptie dat de koers/winstverhouding in sommige aandelenmarkten nog altijd onhoudbaar hoog is; (iii) enig vertrouwenverlies in de betrouwbaarheid van door accountants gecontroleerde jaarrekeningen (een domino-effect vanuit de VS); (iv) een gebrek aan liquiditeit in kleine aandelen. Deze bezorgdheid is met name groot waar het aandelen in de TMT-sector betreft.

EU-aandelenbeurzen voor snelgroeiende ondernemingen gedrukt door nasleep TMT-zeepbel

Voor primaire activiteiten bleven de groeimarkten in de EU in 2001 vrijwel gesloten. In totaal werden slechts 10 ondernemingen genoteerd op de *Nouveau Marché* (tegen 52 het jaar daarvoor), 11 op de *Neuer Markt*

Momenteel ontberen deze markten liquiditeit

(tegen 133 in 2000) en 5 op de *Nuovo Mercato* (tegen 30 in 2000). In de eerste zes maanden van 2002 werden op de *Nouveau Marché* 2 ondernemingen en op de *Neuer Markt* 1 onderneming tot de notering toegelaten. Bovendien heeft een aantal ondernemingen besloten om zich uit de notering te laten nemen, met name op de *Neuer Markt* en *Nasdaq Europe*. Deze beslissing was ingegeven door de hoge kosten of, in het geval van sommige buitenlandse bedrijven, doordat deze zich wilden toeleggen op de binnenlandse markt, dan wel in het algemeen door de vertrouwenscrisis op de aandelenmarkt. De uitzondering op deze negatieve tendens was de *AIM* (in 2001 werden 108 nieuwe ondernemingen genoteerd, tegen 250 in 2000), omdat deze zowel traditionele small-capondernemingen als snelgroeiende ondernemingen toelaat.

Eind 2001 stonden 629 ondernemingen genoteerd op de *AIM*, 326 op de *Neuer Markt* en 164 op de *Nouveau Marché*. De liquiditeit van deze markten is altijd gering geweest en de volatiliteit hoog. Deze twee grote nadelen zijn in 2001 alleen maar groter geworden. Vorig jaar bedroeg de dagelijkse omzet minder dan 4 miljoen EUR op de *AIM*, minder dan 8 miljoen EUR op de *Nouveau Marché* en minder dan 50 miljoen EUR op de *Neuer Markt*. De liquiditeit verbeterde weliswaar aan het einde van 2001, maar is nog steeds vrij beperkt. De beslissing om de *Neuer Markt* te sluiten en de Deutsche Börse een duale structuur te geven, alsook de samensmelting van de markten van Parijs, Amsterdam, Brussel en Lissabon tot *Euronext*, die een hightechdeelmarkt bevat, zouden dergelijke markten aantrekkelijker kunnen maken voor investeerders en het vertrouwen kunnen herstellen. De marktdeelnemers zijn vrij optimistisch, maar de onzekerheid over groei, rentabiliteit van ondernemingen en koersniveaus blijft groot, hetgeen het herstel kan vertragen. Er hebben zich nog geen succesvolle pan-Europese platforms gevormd waardoor de diepgang van sommige markten zou kunnen worden vergroot en het aantal beleggers zou kunnen worden verhoogd.

Onzekerheid blijft groot

Anders dan op de EU-markten zijn aan de *Nasdaq* ruim 4000 ondernemingen genoteerd. Ook de *Nasdaq* heeft na 2000 sterk geleden onder het uiteenspatten van de TMT-zeepbel: sinds het begin van 2000 heeft de markt meer dan 60% van zijn waarde verloren. In 2001 werden slechts 144 nieuwe ondernemingen genoteerd (tegen meer dan 800 in 2000), terwijl er 815 uit de notering werden genomen. Desalniettemin blijft deze markt met een gemiddelde omzet van 12 miljard EUR per dag nog steeds zeer liquide.

Nasdaq blijft daarentegen zeer liquide

4. REGELGEVINGSKWESTIES

De modernisering van het regelgevingskader waarin het APRK voorziet, zou uiteindelijk moeten leiden tot een kosteneffectief regelgevingsstelsel dat vrij is van belemmeringen en dat een volledige ontplooiing van de risicokapitaalmarkten in de hand werkt. Het afgelopen jaar is gestage voortgang gemaakt met het moderniseringsproces in een financieel klimaat dat in het teken stond van de succesvolle invoering van de chartale euro,

Succesvolle invoering van de chartale euro

die de stabiliteit van de markt zal bevorderen.

Tijdens de top van Barcelona werd opnieuw bevestigd dat 2003 de uiterste datum is voor de totstandkoming van volledig geïntegreerde effecten- en risicokapitaalmarkten (punt 35, tweede streepje, van de conclusies van het voorzitterschap). Een tweede belangrijke mijlpaal is het feit dat de Commissie op 5 februari 2002 overeenstemming bereikte met het Parlement, waardoor de weg werd vrijgemaakt voor het **gebruik van de Lamfalussy-procedures**.¹⁴ Deze procedures, die in de eerste plaats zijn ontwikkeld voor de regulering van effectenmarkten, kunnen naar andere financiële sectoren worden uitgebreid.

Overeenstemming met het Parlement inzake Lamfalussy-procedures

Tenuitvoerlegging van de wetgeving inzake financiële diensten

	Banken	Verzeke- ringen	Effecten	Betalings- systemen	Vennoot- schapsrecht	Totaal	Rang
B	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
DK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
D	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
EL	7/9	23/25	8/8	2/2	15/15	55/59	15
E	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
F	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
IRL	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
I	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
L	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
NL	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
A	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
P	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
FIN	7/9	24/25	8/8	2/2	15/15	56/59	9
S	9/9	25/25	8/8	2/2	15/15	59/59	1
UK	9/9	24/25	8/8	2/2	15/15	58/59	3
EU	89,6%	96,3%	100%	100%	100%	98,7%	/

September 2002

Wat het APFD¹⁵ betreft, hebben het Belgische en het Spaanse voorzitterschap bijgedragen tot het creëren van de nodige politieke dynamiek. Dat heeft effect gesorteerd: “op een aantal punten is overeenstemming bereikt, maar dat neemt niet weg dat nog ernstige moeilijkheden moeten worden overwonnen om het Actieplan tegen 2003/2005 volledig ten uitvoer te leggen” (pagina 2). Naarmate dit programma vordert, zal het zwaartepunt van het communautaire optreden, en zullen derhalve ook de prioriteiten verschuiven.

Het APFD wordt voltooid

4.1. Maatregelen die ook in het APFD zijn opgenomen¹⁶

Met betrekking tot de meeste regelgevingsmaatregelen die zowel in het APFD als het APRK zijn opgenomen, is beslissende vooruitgang geboekt:

¹⁴In deze context heeft de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement op 24 april 2002 een *adviesgroep van experts op het gebied van de financiële dienstverlening* opgericht. Zie ECON on line. www.europarl.eu.int/committee/econ_home.htm.

¹⁵“Zesde voortgangsverslag over het Actieplan voor financiële diensten”, COM(2002) 267 van 3 juni 2002.

¹⁶Deze maatregelen hebben hoofdzakelijk betrekking op de *aanbodzijde* van de risicokapitaalmarkt.

- **Maatregel:** “*Optimaliseren van de prospectusrichtlijnen om het makkelijker te maken voor ondernemingen om grensoverschrijdend kapitaal aan te trekken*” (bijv. IPO's)

De Commissie heeft een gewijzigd voorstel voor een prospectusrichtlijn¹⁷ aangenomen, waarin rekening is gehouden met het advies van het Parlement over het oorspronkelijke voorstel. Wanneer de richtlijn eenmaal is aangenomen, zal deze in een echt “*Europees paspoort voor emittenten*” voorzien. Dit zal beursintroducties (IPO's) makkelijker maken, met inbegrip van aanvragen voor noteringen op gespecialiseerde markten voor snelgroeiende ondernemingen. Het nieuwe voorstel van de Commissie versoepelt tevens de regeling voor beursgangen van bedrijven uit het MKB. Het Deense voorzitterschap en het Europees Parlement streven ernaar om vóór het einde van 2002 tot overeenstemming te komen over het richtlijnvoorstel.

Maatregelen ter vergemakkelijking van IPO's worden versneld uitgevoerd

- **Maatregel** “*Vaststellen van prudentiële voorschriften om institutionele beleggers de mogelijkheid te bieden in durfkapitaal te beleggen*”

Er zijn twee nieuwe richtlijnen¹⁸ aangenomen inzake geharmoniseerde beleggingsfondsen (ICBE's). Over het Commissievoorstel voor een richtlijn betreffende de werkzaamheden van en het toezicht op aanvullende pensioenfondsen zijn nog onderhandelingen gaande, maar er is reeds belangrijke vooruitgang geboekt. Hierdoor zal het voor deze instellingen mogelijk worden hun gelden op risicokapitaalmarkten te beleggen. In de toekomst zullen zij naar verwachting belangrijke bronnen van risicokapitaal worden.

ICBE-richtlijnen aangenomen en belangrijke vooruitgang geboekt op het gebied van pensioenfondsen

- **Maatregel:** “*Beoordelen van de bestaande voorschriften op het gebied van verslaglegging en accountantscontrole*”

Op 6 juni 2002 is een verordening aangenomen betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (International Accounting Standards – IAS) in de EU. Krachtens deze verordening moeten alle beursgenoteerde ondernemingen in de EU vanaf 2005 hun jaarrekeningen opstellen conform de IAS. Het staat de lidstaten vrij om deze eis ook te stellen aan niet-beursgenoteerde ondernemingen. Tegen deze achtergrond heeft de Commissie op 3 juni 2002 een richtlijnvoorstel aangenomen tot wijziging van de bestaande EU-richtlijnen voor jaarrekeningen. Daardoor zouden lidstaten die het gebruik van de IAS niet aan alle ondernemingen opleggen, geleidelijk kunnen doorgroeien naar vergelijkbare hoogwaardige financiële verslaglegging. Gemeenschappelijke standaarden voor jaarrekeningen zullen de vergelijking van de prestaties van ondernemingen en de toelating van bedrijven tot de notering op aandelenmarkten voor snelgroeiende ondernemingen gemakkelijker maken. Wat de wettelijke accountantscontrole betreft, heeft de Commissie op 16 mei 2002 een aanbeveling betreffende de onafhankelijkheid van externe accountants in

IAS-standaarden vanaf 2005 verplicht in heel Europa

¹⁷COM(2002) 460 van 9 augustus 2002, www.europa.eu.int/comm (interne markt).

¹⁸**Richtlijnen 2001/107/EG** (PB L 41 van 13.2.2002, blz. 20) en **2001/108/EG** (PB L 41 van 13.2.2002, blz. 35).

de EU goedgekeurd. De Commissie zal later dit jaar een algemene mededeling over de wettelijke accountantscontrole publiceren, waarin de prioriteiten voor verdere actie zullen worden geschetst. Deze maatregelen zullen de betrouwbaarheid van de verslaglegging ten goede komen.

- **Maatregel:** “*Verspreiden van optimale werkwijzen inzake ondernemingsbestuur*”

Het in opdracht van de Commissie uitgevoerde vergelijkende onderzoek naar codes voor goed ondernemingsbestuur (*corporate governance*) die relevant zijn voor de EU en de lidstaten, is in januari 2002 voltooid. Later dit jaar zal de *groep op hoog niveau van deskundigen op het gebied van het vennootschapsrecht* op verzoek van de Raad (Ecofin) (april 2002, Oviedo) een aantal aanbevelingen doen met betrekking tot diverse kwesties inzake ondernemingsbestuur die actueel zijn geworden als gevolg van de meest recente financiële schandalen in de VS, met name wat TMT-aandelen betreft. Het verbeteren van doorzichtigheid, informatieverstrekking en ondernemingsbestuur is van essentieel belang voor het herstel van de aandelenbeurzen in de EU, en met name van de beurzen voor aandelen in snelgroeiende ondernemingen.

Optimale werkwijzen inzake ondernemingsbestuur staan nu hoog op de agenda

4.2. Maatregelen die niet in het APFD zijn opgenomen¹⁹

Met betrekking tot de wetgevingsmaatregelen die niet in het APFD zijn opgenomen, kan slechts weinig voortgang worden gemeld.

- **Maatregel:** “*Herzien van de insolventie- en faillissementswetgeving*”²⁰

Om de effectiviteit van de rechtsstelsels te vergroten en het stigma bij mislukking in Europa te verminderen teneinde ondernemers een tweede kans te bieden, is de Commissie samen met nationale experts in aansluiting op een voorbereidend onderzoek²¹ begonnen met het definiëren van een reeks prestatie-indicatoren en benchmarks om de lidstaten te ondersteunen bij het uitstippelen van hun strategie op dit gebied. Daarnaast heeft de Commissie een gids²² gepubliceerd die richtsnoeren bevat voor efficiënte regelingen op het gebied van insolventie en tot vrijwaring van de rechten van schuldeisers, alsmede casestudy's met betrekking tot juridische aangelegenheden en ondersteuningsregelingen.

Het probleem van het stigma bij mislukking wordt aangepakt

- **Maatregel:** “*Hervormen van het Europese octrooistelsel*”

Naar aanleiding van het voorstel van de Commissie²³ hebben achtereenvolgende Europese Raden de lidstaten verzocht om het eens te worden over een helder en evenwichtig pakket. De onderhandelingen zijn

De invoering van een betaalbaar unitair octrooi

¹⁹Deze regelgevingsmaatregelen zijn hoofdzakelijk bedoeld om de *vraagzijde* van de risicokapitaalmarkt te stimuleren.

²⁰Zie voor een overzicht van dit onderwerp “*The European Restructuring and Insolvency Guide 2002/2003*”, White Paper, 2002 en “*Bankruptcy and Insolvency*”, EVCA, mei 2002.

²¹“*Bankruptcy and a Fresh Start*”, www.europa.eu.int/comm (ondernemingen).

²²“*Helping Business Overcome Financial Difficulties*”, www.europa.eu.int/comm (ondernemingen).

²³Voorstel voor een verordening betreffende het Gemeenschapsoctrooi (PB C 337 van 28.11.2000).

echter nog steeds aan de gang. Een betaalbaar, eenvoudig en kosteneffectief Gemeenschapsoctrooi dat rechtszekerheid biedt, zal met name van belang zijn voor innovatieve, snelgroeiende bedrijven uit het MKB. Dit vereist bevredigende jurisdictieregelingen op communautair niveau²⁴.

laat op zich wachten

4.3. Maatregelen die verder strekken dan het APRK

Zoals uit het bovenstaande blijkt, heeft het APRK betrekking op diverse specifieke belemmeringen van regelgevende aard die uit de weg moeten worden geruimd. Naarmate de tenuitvoerlegging van het APRK vordert, kunnen zowel op communautair als op nationaal niveau andere belemmeringen opduiken die in 1998 niet specifiek zijn vermeld. Voorbeelden daarvan zijn de nieuwe *Bazelse regels betreffende de kapitaaltoereikendheid* en de nieuwe *concentratieverordening*, die beide nauwlettend worden gevolgd door de sector, die vreest dat bijvoorbeeld banken hun investeringen in risicokapitaal zullen terugschroeven of dat risicokapitaalverschaffers gedwongen worden tot “onnodige” kennisgevingen. Daarnaast is de sector voorstander van Europese fondsstructuren om de huidige, uit de vigerende belastingvoorschriften voortvloeiende inefficiënties te vermijden. Op de nieuwe behoeften en ontwikkelingen zal tevens adequaat moeten worden ingespeeld om de politieke doelstellingen van het APRK te realiseren.

Reikwijdte van het APRK moet dynamisch worden geïnterpreteerd

5. BELASTINGKWESTIES

Dat belastingkwesties een essentiële rol spelen bij de ontwikkeling van risicokapitaal, is reeds onomstotelijk aangetoond en vormt tevens een terugkerend thema in de meeste publicaties over belastingen. Daarnaast wordt door het bedrijfsleven benadrukt dat belastingkwesties naar verhouding steeds belangrijker worden.

Belang van belastingkwesties neemt toe

5.1. Fiscaal klimaat voor risicokapitaal

Risicokapitaalverschaffers en –investeerders krijgen te maken met twee belangrijke soorten fiscale belemmeringen: structurele belemmeringen (bijvoorbeeld de fiscale behandeling van dividenden en vermogenswinst, van beleggingen van kleine particuliere beleggers in risicokapitaalfondsen, van financiering met eigen vermogen tegenover financiering met vreemd vermogen en van aandelenopties) en specifieke belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten. In een recent **onderzoek van de Commissie**²⁵ werd vastgesteld dat de verschillen tussen belastingtarieven in de EU erg groot zijn en dat in vrijwel alle landen en omstandigheden financiering met vreemd vermogen een gunstiger fiscale behandeling geniet dan financiering met eigen vermogen²⁶. Wat belemmeringen voor grensoverschrijdende activiteiten betreft, wordt in het onderzoek een tweesporenstrategie geadviseerd. Op korte termijn dient specifieke wetgeving te worden uitgevaardigd die op individuele belemmeringen is

Twee soorten belemmeringen

Tweesporenstrategie

²⁴In dit verband heeft de Commissie een werkdocument opgesteld met als titel “*Over de geplande jurisdictie van de Gemeenschap in octrooizaken*”, COM(2002) 480 van 30.8.2002.

²⁵ “*Company Taxation in the Internal Markt*”, SEC(2001) 1681 van 23.10.2001.

²⁶ Zie ook “*Tax of Corporate Profits, Dividends and Capital Gains in Europe*”, EVCA, mei 2002.

gericht. Op langere termijn moet een systematische en allesomvattende oplossing worden uitgewerkt voor alle problemen met betrekking tot grensoverschrijdende activiteiten, zodat voor ondernemingen een uniforme geconsolideerde belastinggrondslag ontstaat voor al hun economische activiteiten binnen de EU.

Zoals uit eerdere **mededelingen**²⁷ van de Commissie blijkt, hebben diverse lidstaten belastingwetgeving aangenomen die is bedoeld om risicokapitaal en/of O&O te bevorderen. In 2002 heeft deze trend zich voortgezet. Zo heeft het Verenigd Koninkrijk het voorbeeld van Duitsland gevolgd en een belastingvrijstelling ingevoerd voor vermogenswinst die voortvloeit uit het afstoten van deelnemingen in een vennootschap. Sommige lidstaten, waaronder het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, stellen de vermogenswinst van ‘business angels’ vrij van belastingen of kennen gerichte belastingverminderingen toe voor langetermijninvesteringen in ondernemingen.

*Belasting-
wetgeving wordt
steeds gunstiger
voor
risicokapitaal*

5.2. Specifieke kwesties en initiatieven van de Commissie in uitvoering

Er bestaat geen EU-wetgeving die voorziet in een belastingvrijstelling van uit de overdracht van aandelen voortvloeiende vermogenswinst of in een andere methode om dubbele belastingheffing te voorkomen. Evenmin is er EU-wetgeving die voorziet in belastingaftrek voor grensoverschrijdende verliezen. Er is ook in het geheel geen harmonisatie met betrekking tot transparante entiteiten, met name beleggings- of investeringsinstellingen zoals personenvennootschappen (*partnerships*) of fondsen.

*Gebrek aan EU-
wetgeving*

Hoewel er twee richtlijnen inzake directe belastingen zijn aangenomen, vertonen deze diverse tekortkomingen. De **richtlijn betreffende moedermaatschappijen en dochterondernemingen**²⁸ voorziet in de vrijstelling van dividendbetalingen tussen verbonden vennootschappen in de EU, maar is niet van toepassing op personenvennootschappen en andere rechtsvormen die vaak door bedrijven uit het MKB worden aangenomen. Bovendien betekent de eis dat een moedermaatschappij een deelneming van ten minste 25% moet bezitten, dat een aanzienlijk aantal houdstermaatschappijen niet van de voordelen van de richtlijn kan profiteren. Ook de **fusierichtlijn**²⁹ is niet van toepassing op personenvennootschappen en heeft geen betrekking op fusies van houdstermaatschappijen. Bovendien zijn er geen regels voor het voorkomen van dubbele belastingheffing als gevolg van transacties zoals aandelenruil of de inbreng van activa.

*Richtlijnen inzake
directe
belastingen
hebben slechts
beperkte
resultaten
opgeleverd*

²⁷ Zie COM(2000) 658 van 18.10.2000 en COM(2001) 605 van 25.10.2001.

²⁸ **Richtlijn 90/435/EEG van de Raad van 23.7.1990 betreffende de gemeenschappelijke fiscale regeling voor moedermaatschappijen en dochterondernemingen uit verschillende lidstaten.**

²⁹ **Richtlijn 90/434/EEG van de Raad van 23.7.1990 betreffende de gemeenschappelijke fiscale regeling voor fusies, splitsingen, inbreng van activa en aandelenruil met betrekking tot vennootschappen uit verschillende lidstaten.**

Wat bilaterale belastingverdragen betreft, is de Commissie voornemens om, na technische besprekingen met de lidstaten in 2003, in 2004 met een **mededeling** te komen betreffende de noodzaak om een aantal bepalingen van de dubbele-belastingverdragen op basis van het **OESO-model**³⁰ aan te passen teneinde deze verenigbaar te maken met de **beginselen van het Verdrag**³¹.

*Bilaterale
verdragen moeten
worden aangepast*

Ook de fiscale behandeling van aandelenopties is een belangrijk punt voor de risicokapitaalsector (zie afdeling 6.4). Zo is het bijvoorbeeld mogelijk dat werknemers die hun recht van vrij verkeer uitoefenen, op dit soort inkomen te zwaar worden belast omdat de lidstaten verschillende belastingcriteria hanteren – belasting bij toekenning, bij uitoefening of bij verstrijken van de wachttijd – en de verdragen inzake dubbele belastingheffing niet consistent toepassen.

*Aandelenopties
worden
verschillend
belast*

5.3 Fiscale stimuleringsmaatregelen

Er zijn bijzondere belastingregelingen getroffen om risicokapitaalactiviteiten, O&O en innovatie te stimuleren. Deze strategie moet worden voortgezet, mits de betrokken regelingen voldoen aan de gedragscode voor de heffing van belastingen op ondernemingen, de EU-regels inzake staatssteun en andere fiscale verplichtingen van de lidstaten op het niveau van de EU.

*Bijzondere
belasting-
regelingen moeten
verenigbaar zijn
met de geldende
regels*

Wat *O&O en innovatie* betreft, hebben overheden een heel scala aan fiscale stimuleringsmaatregelen getroffen ten behoeve van het bedrijfsleven.³² De rol van economische stimuleringsmaatregelen op dit gebied krijgt steeds meer aandacht in het licht van theoretische en concrete ontwikkelingen, waarbij een veelheid aan variabelen meespeelt. Overheden hebben veel invloed op een groot aantal van deze variabelen (bijvoorbeeld de kennisbasis van de economie, de basisvoorwaarden voor O&O en innovatie, de effectiviteit van netwerkvorming en mechanismen voor kennisoverdracht). In het algemeen moet het gebruik van economische stimuleringsmaatregelen met name gericht zijn op geconstateerde voorzaken van marktfalen, het zoveel mogelijk beperken van de verdringing van particuliere onderzoekactiviteiten en mogelijke concurrentievervalsing. Daarom is voor de optimalisatie van economische stimuleringsmaatregelen een totaalaanpak vereist die gebaseerd is op de waargenomen interactie tussen de verschillende economische beleidsinstrumenten die de kwaliteit van het innovatiesysteem bepalen.

*Diverse
variabelen spelen
een rol*

³⁰“*Model Tax Convention on Income and Capital*”, OESO, november 2000.

³¹Vanuit een langetermijnperspectief bezien kan deze mededeling een eerste stap betekenen in de richting van de eventuele opstelling van een EU-model voor een belastingverdrag.

³²Voor een gedetailleerde analyse, zie “*Corporation tax and innovation: Issues at stake and review of European Union experiences in the nineties*”. EUR 17035 (Commissie, Innovation Papers Nr. 19, 2002).

6. ONDERNEMERSCHAP

Velen zijn het er al over eens dat het ondernemerschap in Europa niet dynamisch genoeg is en dat er zeer veel ruimte is voor verbetering. Om de aandacht hierop te vestigen, is de Commissie voornemens begin 2003 een **groenboek** over ondernemerschap te publiceren³³. In dit groenboek, dat tijdens de voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad in 2003 zal worden gepresenteerd, zal worden geattendeerd op de belangrijke rol van ondernemers in de kenniseconomie en zal de correlatie tussen ondernemerschap en economische ontwikkeling worden geanalyseerd.

Er is veel ruimte voor verbetering

Daarnaast wordt in het rapport van 2002³⁴ betreffende de tenuitvoerlegging van het Europese **Handvest voor kleine bedrijven**³⁵ geconcludeerd dat er wel degelijk vooruitgang is geboekt bij de tenuitvoerlegging van het Handvest, met name op gebieden zoals startprocedures en het verbeteren van de wetgeving. Op 23 april 2002 ondertekenden alle kandidaat-lidstaten in Slovenië de ‘*Maribor-verklaring*’, waarin zij de in het handvest gedane aanbevelingen onderschrijven.

Het handvest wordt ten uitvoer gelegd

6.1. Informele risicokapitaalfinanciering

Het aantal netwerken van *business angels* neemt snel toe (zie bijlage 4). Voorlopig kan echter alleen het Verenigd Koninkrijk als een volwassen markt worden beschouwd. De Commissie heeft zich actief beziggehouden met de ontwikkeling van financiering door *business angels* in Europa door middel van een proefproject (1998-2000) en een benchmarkingproject (2001-2002). Het *proefproject voor netwerken van business angels* maakte deel uit van het derde meerjarenprogramma voor het midden- en kleinbedrijf³⁶, en de evaluatie ervan wijst uit dat de voordelen van het vormen van netwerken zowel voor ondernemingen als voor de lokale ontwikkeling aanzienlijk zijn³⁷. Bij het *benchmarkingproject* ligt de nadruk op overheidsbeleid dat de ontwikkeling van een volwassen investeringsmarkt voor *business angels* bevordert.

Financiering door business angels blijft zich ontwikkelen

Hoewel precieze cijfers moeilijk te geven zijn, is duidelijk dat ook **corporate venturing** zwaar te lijden heeft onder de inzakking van de markten. Tal van ondernemingen hebben hun risicokapitaalactiviteiten

Groeiend belang van strategische

³³De Europese Raad nam in Barcelona (15/16 maart 2002) kennis van de voornemens van de Commissie en voegde hieraan toe: “Met ingang van dit jaar zal de Raad voor iedere voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad bijeenkomen om de vorderingen op dit gebied te evalueren” (punt 15 van de conclusies van het voorzitterschap).

³⁴COM(2002) 68 van 6.2.2002 (Dit tweede jaarverslag werd tijdens de Europese Raad van Barcelona gepresenteerd).

³⁵Het **Europees handvest voor kleine bedrijven**, dat op 13 juni 2000 door de Raad (Algemene Zaken) is aangenomen en door de Europese Raad van Feira op 19-20 juni 2000 gunstig is onthaald, riep de lidstaten en de Commissie op om actie te ondernemen om kleine ondernemingen op tien belangrijke gebieden te ondersteunen en te stimuleren.

³⁶Besluit 97/15/EG van de Raad van 9 december 1996 betreffende een derde meerjarenprogramma voor het midden- en kleinbedrijf (MKB) in de Europese Unie (1997-2000) (PB L 6 van 10.1.1997, blz. 25-31).

³⁷Eind 2002 zal een evaluatierapport beschikbaar zijn.

zelfs geheel gestaakt. Uit enquêtes blijkt dat strategische doelstellingen thans belangrijker zijn dan financiële doelstellingen. Dit zal de daling van de corporate-venturinginvesteringen wellicht enigszins ondervangen. Om dit type activiteit te bevorderen, hebben sommige lidstaten stimuleringsmaatregelen genomen, zoals het corporate-venturingprogramma in het Verenigd Koninkrijk, dat inhoudt dat een onderneming die aandelen in een andere onderneming koopt, onder bepaalde voorwaarden 20% van het geïnvesteerde bedrag kan aftrekken van de verschuldigde belasting.

doeleinden

6.2. Vraag naar en aanbod van risicokapitaal op elkaar afstemmen

Gegevens over ondernemers en investeerders zouden direct beschikbaar moeten zijn. Het vlot met elkaar in contact brengen van beide partijen zou een aanzienlijke toegevoegde waarde kunnen hebben. Netwerken van *business angels* verkeren in een optimale positie om dit contact mogelijk te maken. Om een kritieke massa te bereiken, zijn echter onafgebroken bewustmakingscampagnes vereist en moet optimaal gebruik worden gemaakt van moderne ICT-hulpmiddelen³⁸. Dit is niet alleen op regionaal en nationaal niveau nodig, maar ook op grensoverschrijdend niveau, met name op bepaalde hightechgebieden waar het aantal ondernemingen en deskundige investeerders beperkt is.

Investeerders en ondernemers moeten elkaar makkelijk kunnen vinden

Om de bestaande kloof tussen de vraag naar en het aanbod van risicokapitaal op te heffen en verwante diensten te leveren, ondersteunt³⁹ de Commissie sinds maart 2002 een dienst voor de identificatie en voorlichting van investeerders, **Gate2Growth.com**, als aanvulling op regionale en nationale initiatieven ten behoeve van innovatieve ondernemers. Deze dienst wordt bemand door een team van beleggingsanalisten met een achtergrond in durfkapitaal en/of ondernemerschap. In het eerste kwartaal hebben zich 900 ondernemers aangemeld en tot dusverre zijn er 3000 profielen van investeerders in Europa geregistreerd. Naar verwachting zal deze pan-Europese gegevensbank eind 2002 de kritieke massa bereiken.

Er wordt een uitgebreide gegevensbank aangelegd

6.3. Ondernemerschap en opleiding

Het besef dat ondernemerschap een basisvaardigheid is die via levenslang leren moet worden verworven, wint steeds meer terrein. In de meeste EU-landen zijn al initiatieven ontplooid. In het kader van het vierde MPOO⁴⁰ voert de Commissie *volgens de BEST-procedure* een project op het gebied van onderwijs en opleiding voor ondernemerschap uit, dat erop gericht is initiatieven in Europa in kaart te brengen en te vergelijken die het aanleren van ondernemerschap binnen het onderwijssysteem van basisschool tot

Ondernemersgeest en ondernemersvaardigheden

³⁸In dezelfde geest heeft het Europees Parlement verzocht om een website risicokapitaal in te richten als "one-stop shop" (punt 18 van de EP-resolutie van 11.4.2002, op. cit.).

³⁹In het kader van het **Gate2Growth-initiatief** en op basis van de resultaten van het proefproject **LIFT-helpdesk** (1999-2001) voor toegang tot financiering (www.gate2growth.com).

⁴⁰"Meerjarenprogramma (2001-2005) voor ondernemingen en ondernemerschap" (Beschikking 2000/819/EG van de Raad van 20.12.2000, PB L 333 van 29.12.2000, blz. 84).

universiteit bevorderen. Eerder dit jaar gaf de Commissie een publicatie⁴¹ uit met de resultaten van een project inzake ondernemerschapopleidingen, waarin ook de uitkomsten waren opgenomen van een conferentie die in 2001 in Madrid over dit onderwerp werd gehouden.

*moeten worden
aangeleerd*

De EVCA⁴² heeft in 2002 een *onderwijspakket over ondernemerschap* samengesteld, dat aan 5000 Europese universiteiten en instellingen voor hoger onderwijs beschikbaar zal worden gesteld om deze te helpen bij het geven van een cursus van één semester waarin de grondslagen en mogelijkheden van risicokapitaalfinanciering worden uitgelegd.

*Er is een
onderwijspakket
verspreid*

6.4. Financiële participatie van werknemers

Om de verschillende mogelijkheden van financiële participatie van werknemers verder te analyseren, heeft de Commissie een mededeling⁴³ over dit onderwerp gepubliceerd en is er een werkgroep⁴⁴ van onafhankelijke deskundigen in het leven geroepen. Daarnaast heeft de Commissie eind 2001 een aanvang gemaakt met een onderzoek⁴⁵ naar aandelenopties voor werknemers. Doel van het onderzoek was de bestaande wettelijke bepalingen in de lidstaten en de VS te analyseren en de voor- en nadelen van deze vorm van beloning te evalueren, waarbij bijzondere aandacht werd besteed aan het MKB. Om de Commissie daarbij te helpen is een werkgroep van deskundigen opgericht⁴⁶.

*Aandelenopties en
andere vormen
van beloning
worden
geanalyseerd*

7. EUROPESE RUIMTE VAN ONDERZOEK EN INNOVATIE

De Europese Raad van Barcelona is overeengekomen⁴⁷ de totale EU-uitgaven voor O&O te verhogen met het doel om **in 2010 3% van het BBP** te benaderen (tegen 1,9% in 2000). Twee derden van deze nieuwe investeringen moeten afkomstig zijn uit de particuliere sector. De EU besteedt veel minder aan O&O dan haar belangrijkste handelspartners en de kloof met de VS wordt alsmaar groter⁴⁸. In een recente mededeling⁴⁹ noemt de Commissie een scala aan beleidsgebieden en -kwesties die moeten worden aangepakt om het doel van 3% van het BBP te bereiken. Er wordt gesteld dat efficiënte, geïntegreerde financiële markten van cruciaal belang zullen zijn voor het vergroten en vergemakkelijken van de toegang van het MKB tot externe financieringsbronnen en dat met name een

*In 2010 moeten de
uitgaven voor
onderzoek 3% van
het BBP bedragen*

⁴¹“*The Development and Implementation of European Entrepreneurship Training Curriculums*”, EUR 17047 (Commissie, Innovation Papers Nr. 24, 2002).

⁴²Met de steun van het **Gate2Growth-initiatief** van de Commissie (www.cordis.lu/finance/home.html).

⁴³“*Een kader voor de bevordering van financiële participatie van werknemers*”, COM(2002) 364 van 5.7.2002.

⁴⁴De werkgroep op hoog niveau van deskundigen op het gebied van transnationale hindernissen voor financiële participatie door werknemers van bedrijven met een grensoverschrijdende dimensie is voor het eerst bijeengekomen op 18 september 2002.

⁴⁵“*Employee Stock Options in the EU and the USA*”, september 2002, www.europa.eu.int/comm (ondernemingen).

⁴⁶Deze deskundigen zijn voorgedragen door de lidstaten en de kandidaat-lidstaten. De werkgroep is op 22 mei 2002 voor het eerst bijeengekomen.

⁴⁷Punt 47, eerste streepje, van de conclusies van de Europese Raad van Barcelona, 15 en 16 maart 2002.

⁴⁸Volgens gegevens van de OESO en schattingen van de Commissie bedroeg die kloof in 2000 ongeveer 120 miljard EUR, waarvan meer dan 80% is toe te schrijven aan lagere bedrijfsuitgaven.

⁴⁹“*Meer onderzoek voor Europa: op weg naar 3% van het BBP*”, COM(2002) 499 van 11.9.2002.

effectiever gebruik van verschillende instrumenten voor openbare financiering (directe steun, fiscale stimuleringsmaatregelen, garantiestelsels en risicokapitaal) nodig zal zijn om particuliere investeringen te stimuleren en het effect ervan te versterken.

Deskundigengroepen helpen de Commissie nagaan hoe overheidssteun beter kan worden benut om particuliere investeringen in O&O te bevorderen, met name door de toegang tot risicokapitaal en schuldinstrumenten te verbeteren. Op basis van het overleg met alle belanghebbenden die in de bovenvermelde mededeling werden vernoemd, zal de Commissie in het voorjaar van 2003 in een **tweede mededeling** een reeks gerichte prioritaire acties voorstellen die op een proces van open coördinatie zullen berusten.

Een tweede mededeling is in voorbereiding

Het onlangs goedgekeurde⁵⁰ **zesde kaderprogramma (2002-2006)**, met een totaalbudget van 17,5 miljard euro (+17% in vergelijking met het vijfde) is speciaal gericht op het ondersteunen van de totstandkoming van een *Europese ruimte van onderzoek en innovatie*. Het zesde kaderprogramma voorziet in nieuwe instrumenten om de integratie van onderzoekcapaciteit op Europese schaal te stimuleren, de coördinatie van nationale programma's te bevorderen, de mobiliteit van onderzoekers te vergroten en het effect van de onderzoekinspanningen te versterken. Horizontale activiteiten in het kader van het vijfde kaderprogramma die transnationale technologieoverdracht en de samenwerking tussen onderzoekers, ondernemingen en investeerders bevorderen, zullen worden geïntensiveerd. Op het succesvolle '*Forum voor biotechnologie en financiën*' geënte investeringsfora zullen worden aangemoedigd.

Nieuwe instrumenten worden ingevoerd

8. OPENBARE FINANCIERING

8.1. Staatssteun en risicokapitaal

De goedkeuring van de mededeling terzake⁵¹ is een belangrijke stap gebleken. Deze mededeling is sinds het rapport van vorig jaar⁵² ook nog in diverse andere gevallen toegepast, waaronder *Linea de apoyo a la capitalización de empresa de base tecnológica* (Spanje), het *Sächsisches Beteiligungsgesellschaft* (Duitsland), alsook twee regelingen in het Verenigd Koninkrijk, één bedoeld om de leemte in de verschaffing van risicokapitaal in kleine bedragen aan ondernemingen uit het MKB in de steenkoolgebieden van Engeland te dichten, en één om hetzelfde doel te bereiken in andere gemeenschappen met een grote achterstand. Bij het beoordelen van maatregelen waarbij alle geïnvesteerde middelen overheidsmiddelen zijn, doet zich een bijzondere moeilijkheid voor. In dergelijke gevallen is het vaak moeilijker om uit te maken of de investeringsbeslissing is genomen met het oog op het behalen van winst, wat een van de criteria is die in de mededeling worden gehanteerd voor de

De mededeling wordt toegepast

⁵⁰Besluit 1513/2002/EG van het Europees Parlement en de Raad van 27 juni 2002, www.europa.eu.int/comm (onderzoek).

⁵¹Communication on "*State Aid and Risk Capital*", of 23 May 2001 (OJ C235 of 21.08.2001, blz. 3) "*Staatssteun en risicokapitaal*", Commissiemededeling van 23 mei 2001 (PB C 235 van 21.8.2001, blz. 3)

⁵²COM(2001) 605 of 25.10.2002 on the RCAP implementation, section 6.1, footnote 39 COM(2001) 605 van 25.10.2002 betreffende de tenuitvoerlegging van het APRK, afdeling 6.1, voetnoot 39.

toetsing van de verenigbaarheid van de betrokken steunmaatregel met het Verdrag.

8.2. Het 'i2i'-initiatief en het Europees Investeringsfonds

Zoals in de mededeling⁵³ van vorig jaar werd toegelicht, heeft de EIB in mei 2002 het **Innovatie 2000-initiatief** ('i2i') aangevat in reactie op de EU-top van Lissabon en om bij te dragen tot het ontstaan van een innovatievere kennismaatschappij. De EIB-groep (waarvan het EIF de risicokapitaalafdeling vormt) wijdt een aanzienlijk deel van zijn middelen aan het bevorderen van investeringen in onderzoek en innovatie. Per september 2002 bedroeg het totaal bedrag van de in het kader van i2i toegekende leningen voor onderzoekprojecten 4,6 miljard EUR, waarvan 3,2 miljard EUR was uitgekeerd.

i2i is sinds mei 2000 actief

Het merendeel van de door het EIF beheerde durfkapitaalmiddelen wordt door de EIB beschikbaar gesteld (inclusief de i2i-middelen die zijn gereserveerd voor risicokapitaal, zoals i2i audiovisueel) en hoofdzakelijk aangewend voor startfinanciering. Wat de audiovisuele sector betreft, hadden diverse durfkapitaalfondsen in juni 2002 in het kader van i2i samen 83,5 miljoen EUR ontvangen, waarvan 48,5 miljoen EUR ging naar investeringen in de inhoudindustrie en 25 miljoen EUR naar kleine en middelgrote hightechondernemingen. Het EIF beheert tevens de *ETF-startersregeling*⁵⁴ en de '*Startkapitaalactie*' van het MPOO. De *ETF-startersregeling* is gericht op durfkapitaalfondsen, met name startfondsen, kleinere fondsen, regionale fondsen en in een bepaalde sector of technologie gespecialiseerde fondsen en starterscentra. Met de *Startkapitaalactie* wordt beoogd de investeringscapaciteit te verhogen van de startkapitaalfondsen waarin het EIF investeert. Daartoe worden kleine subsidies verstrekt om de indienstneming van aanvullende beleggingsbeheerders te vergemakkelijken.

Het EIF is de risicokapitaalafdeling van de EIB en beheert tevens een aantal MPOO-regelingen

Sinds de hervorming ervan in juni 2002 maakt het EIF een snelle groei door. Het beheert een portefeuille van ruim **2,2 miljard EUR**⁵⁵, geïnvesteerd in meer dan **160 fondsen**, waaronder: (i) fondsen die zich op *specifieke bedrijfstakken of technologieën* concentreren (bijvoorbeeld biotechnologie, agro-industrie, inhoudindustrieën, nanotechnologieën, "*enabling technologies*", enz.); (ii) *regionale fondsen*, teneinde bij te dragen tot een evenwichtige ontwikkeling van de Europese regio's (in 2001 werden de eerste overeenkomsten ondertekend voor projecten in Griekenland en Portugal, werden er substantiële leningen (die 9% van de activiteiten van het EIF vertegenwoordigden) toegezegd voor projecten in Spanje en werden er vijf transacties gesloten voor projecten in de kandidaat-lidstaten); (iii) fondsen die de *exploitatie van O&O-resultaten* financieren; en (iv) pan-Europese fondsen (in 2001 werden elf *pan-Europese hightechfondsen* ondersteund).

EIF concentreert zich op start-investeringen in technologie-fondsen

⁵³Afdeling 6.3 van COM(2001) 605, op. cit.

⁵⁴De overeenkomst tussen de Commissie en het EIF werd op 18.12.2001 ondertekend.

⁵⁵Hiervan heeft het EIF in 2001 alleen al 800 miljoen EUR geïnvesteerd in 57 fondsen.

8.3. Samenwerking tussen de Commissie en de EIB bij O&O

Deze samenwerking⁵⁶ is erop gericht de complementariteit en synergie van het kaderprogramma van de Gemeenschap en het i2i-initiatief te optimaliseren teneinde het algehele effect en de hefboomwerking ervan op particuliere investeringen te versterken. Drie gezamenlijke werkgroepen⁵⁷ streven er actief naar de nieuwe financiële mogelijkheden meer bekendheid te geven in de onderzoeksgemeenschap. Deze nieuwe regeling zal het tevens mogelijk maken bij het ontwerpen en ten uitvoer leggen van EIB-instrumenten (bijvoorbeeld de kredietfaciliteit voor de financiering van strategische Europese onderzoekprojecten) beter rekening te houden met de specifieke aard van O&O, de financieringsbehoeften van de verschillende soorten ondernemingen en de betrokkenheid van nationale kredietinstellingen en waarborgmaatschappijen.

Synergieën en complementariteiten zullen worden benut

8.4. Regionaal beleid

In de *richtsnoeren van de Commissie voor de programma's van de Structuurfondsen voor de periode 2000-2006*⁵⁸ werd verzocht rechtstreekse subsidies aan bedrijven uit het MKB te beperken en deze te vervangen door modernere en actievere vormen van financiering, zoals die waarin durfkapitaal- en garantiefondsen voorzien. Uit de resultaten van de programmering van de bijstandsverlening uit de regionale fondsen blijkt dat de richtsnoeren worden gevolgd. Zo is de medefinanciering van investeringen in bedrijven uit het MKB door de Structuurfondsen op hetzelfde niveau gebleven als tijdens de periode 1994-1999 (namelijk ongeveer 17 miljard EUR), terwijl het in de programmeringsdocumenten geschatte bedrag aan risicokapitaalinvesteringen bijna is verdubbeld van 600 miljoen EUR tot ongeveer 1 200 miljoen EUR.

De nieuwe richtsnoeren worden gevolgd

De Commissie staat voorts op het punt om haar *nieuwe gids voor risicokapitaalfinanciering in het regionaal beleid* te voltooien. Deze gids zal vóór eind 2002 in alle talen van de Gemeenschap beschikbaar komen en zal naar verwachting een nuttig hulpmiddel worden voor zowel nationale en regionale kapitaalverschaffers als voor de eindbegunstigden van regionale fondsen.

Nieuwe gids binnenkort beschikbaar

⁵⁶Het gemeenschappelijk memorandum tussen de Commissie en de EIB werd op 7 juni 2001 ondertekend.

⁵⁷(i) O&O-projecten; (ii) Onderzoekinfrastructuur; en (iii) Risicokapitaal voor startende ondernemingen en starterscentra.

⁵⁸Gepubliceerd in 1999, zie www.europa.eu.int/comm (regionaal beleid).

9. CONCLUSIES

Het APRK was primair bedoeld om een duurzame grondslag te leggen voor risicokapitaalmarkten in Europa, waarbij conjuncturele overwegingen voor de korte termijn de betrokken partijen er niet van weerhouden om risicokapitaalfinanciering te intensiveren en te consolideren. De financiële markten, inclusief de risicokapitaalmarkten, zijn onlangs blootgesteld aan een **aantal zware beproevingen**, die tot een verslechtering van het financiële klimaat hebben geleid. De destabiliserende effecten van de terreuraanslagen van 11 september en de schandalen rondom ENRON, Tyco en andere bedrijven hebben het vertrouwen in de financiële markten geschokt. Om investeerders opnieuw aantrekkelijke vooruitzichten te kunnen bieden, zijn op veel fronten verbeteringen noodzakelijk, zoals onder meer het waarborgen van een werkelijk betrouwbare verslaglegging, het garanderen dat de actuele nettowaarden op realistische toekomstige kasstromen gebaseerd zijn, het verzekeren van een effectief ondernemingsbestuur en het uitoefenen van een adequaat toezicht.

Er moet een langetermijnvisie worden gehuldigd

Er is een veelomvattend maatregelenpakket vereist om verbeteringen in de regelgeving aan te brengen

Bij professionele risicokapitaalfinanciering is er bij iedere transactie van meet af aan een uitstapstrategie uitgestippeld. De IPO, die de belangrijkste verbindingsdeur tussen onderhandse en openbare markten vormt, maakt vaak deel uit van een dergelijke strategie. De investeerder moet er dan ook op kunnen rekenen dat in de jaren die volgen op de investering, een beursgang tegen aantrekkelijke koersen kan plaatsvinden. De op de markten heersende onzekerheid en volatiliteit na het uiteenspatten van de internetzeepbel belet deze markten evenwel hun basisfunctie als financieringsverschaffers voor veelbelovende ondernemingen en projecten naar behoren te vervullen. Als gevolg daarvan blijven de uitstapmogelijkheden via IPO's heel beperkt. Deze situatie zou moeten worden aangepakt door alle betrokken partijen, inclusief de aandelenbeurzen voor snelgroeiende ondernemingen. Er is wellicht een zekere mate van pan-Europese rationalisatie vereist, zoals dat ook voor kwaliteitsaandelen (*blue chips*) het geval is geweest.

De IPO-deur moet opnieuw worden geopend

De risicokapitaalinvesteringen in de VS⁵⁹ waren **'slechts' drie keer zo hoog als in de EU**, hetgeen neerkomt op een trendbreuk ten opzichte van de voorgaande jaren (in 2000 waren ze vier keer zo hoog). Dat betekent evenwel niet dat het boeken van verdere vooruitgang bij het dichten van de kloof met de VS vanzelf zal gaan. De EU moet dus alles in het werk blijven stellen om de groei van de Europese risicokapitaalmarkt mogelijk te maken en te stimuleren. Wil de EU haar werkgelegenheidspotentieel optimaal benutten, dan zal bijzondere aandacht moeten worden besteed aan O&O. De nieuwe, ambitieuze doelstellingen voor de verdere uitbouw van O&O in Europa vragen om nieuwe, innovatieve financieringsregelingen waarin voor risicokapitaal een centrale rol is weggelegd. Misschien wel het

Kloof met de VS blijft erg groot

⁵⁹Uit een door de NVCA (de Amerikaanse *National Venture Capital Association*) verrichte en in oktober 2001 in de VS gepubliceerde studie naar de economische effecten van durfkapitaal blijkt dat het in de VS geïnvesteerde durfkapitaal gedurende de afgelopen dertig jaar **7,6 miljoen banen en meer dan 1,3 biljoen USD aan winst heeft opgeleverd** (zie www.ncva.org).

meest hoopgevende aan dit rapport is dat eruit blijkt dat er sinds 1998 op vrijwel elk terrein dynamische en positieve flankerende beleidsmaatregelen zijn genomen om de ontwikkeling van risicokapitaal in de EU te ondersteunen: bij de EIB en het EIF, op het gebied van onderzoek, inzake ondernemerschap en regionaal beleid en met betrekking tot het regelgevingsklimaat - dit laatste als gevolg van de uitvoering van het Actieplan voor financiële diensten. Dit biedt alvast goede vooruitzichten voor de toekomst.

OOOOO

LIJST VAN BIJLAGEN

Bijlage 1 Historische gegevens over durfkapitaal in de EU

Bijlage 2 Historische gegevens over durfkapitaalbeleggingen in de VS

Bijlage 3 Netwerken van business angels in Europa

Bijlage 4– Tenuitvoerlegging van het APRK (per maatregel)

Bijlage 5 Lijst van in het APRK gebruikte afkortingen

Bijlage 6 Lijst van in het APRK gebruikte termen

HISTORISCHE GEGEVENS OVER DURFKAPITAAL IN DE EU

Waarde in miljoen EUR van	1998	1999	2000	2001
Startinvesteringen (seed- + aanloopinvesteringen)	1 566	2 991	6 405	3 988
Investeringen in ontwikkelingskapitaal (uitbreiding + vervanging)	5 172	8 242	13 226	8 758
Totaal DURFKAPITAAL	6 738	11 233	19 632	12 746
Totaal DURFKAPITAAL in % van het BBP	0,09	0,14	0,23	0,14
Buy-outs	7 333	13 154	13 917	10 743
Totaal PARTICULIER KAPITAAL	14 071	24 387	33 549	23 489
Totaal PARTICULIER KAPITAAL in % van het BBP	0,19	0,30	0,40	0,27
Voor DURFKAPITAALBELEGGINGEN aangetrokken middelen	19 663	24 613	45 633	36 915

HISTORISCHE GEGEVENS OVER DURFKAPITAALBELEGGINGEN IN DE VS

Waarde in miljoen EUR van	1998	1999	2000	2001
Startinvesteringen (seed- + aanloopinvesteringen)	5 365	12 925	29 340	10 643
Investeringen in ontwikkelingskapitaal (uitbreiding + vervanging/latere fasen)	11 742	36 282	78 562	30 158
Totaal DURFKAPITAAL	17 107	49 207	107 903	40 800
Totaal DURFKAPITAAL in % van het BBP	0,22	0,57	1,02	0,36

NETWERKEN VAN BUSINESS ANGELS IN EUROPA

	1999	2002
België	2	7
Denemarken	0	6
Duitsland	1	40
Griekenland	0	0
Spanje	1	2
Frankrijk	3	31
Ierland	1	1
Italië	0	13
Luxemburg	1	1
Nederland	1	2
Oostenrijk	1	1
Portugal	0	1
Finland	1	1
Zweden	1	1
Verenigd Koninkrijk	49	50
EU	63 netwerken	158 netwerken

Bron: EBAN, de lidstaten.

**APRK (ACTIEPLAN VOOR RISICOKAPITAAL) GOEDGEKEURD OP DE TOP VAN CARDIFF (JUNI 1998)
OVERZICHT PER BELEMMERING – STAND VAN ZAKEN IN OKTOBER 2002**

Het APRK heeft betrekking op zes (6) categorieën belemmeringen die in de EU dienen te worden weggewerkt:

- ☛ **MARKTFRAGMENTATIE**
- ☛ **BELEMMERINGEN VAN INSTITUTIONELE EN REGELGEVENDE AARD**
- ☛ **FISCALE BELEMMERINGEN**
- ☛ **SCHAARSTE AAN KLEINE HIGHTECHONDERNEMINGEN**
- ☛ **MENSELIJKE HULPBRONNEN**
- ☛ **CULTURELE BELEMMERINGEN**

BELEMMERING: MARKTFRAGMENTATIE

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Uitbouwen van netwerken van business angels op regionaal, nationaal en communautair niveau		<i>Particuliere sector Lidstaten Commissie</i>	<i>Het proefproject (1998-2000) is voltooid. Het benchmarkingproject (2001-2002) wordt nu voltooid.</i>
Volgen van de marktontwikkelingen en zorgen voor betere statistieken en andere informatie over alle vormen van durfkapitaal in de EU		<i>EVCA Commissie Marktpartijen</i>	<i>Aan de gang.</i>
Rondetafelconferentie over de gevolgen van de fragmentatie van de Europese risicokapitaalmarkt	Alle marktpartijen ertoe aansporen synergieën te bewerkstelligen teneinde de gevolgen van de fragmentatie te beperken	<i>Commissie Lidstaten Marktpartijen (toezichthoudende en regelgevende instanties, nieuwe kapitaalmarkten, durfkapitaalfondsen, banken. enz.)</i>	<i>De rondetafelconferentie heeft plaatsgevonden te Brussel op 24 oktober 1998.</i>
Gedetailleerde vergelijking van de kosten van schuldfinanciering en de kosten van financiering in de vorm van aandelenkapitaal waarmee ondernemingen in de EU worden geconfronteerd	De problemen en financiële behoeften van ondernemingen beter in kaart brengen	<i>Commissie Marktpartijen (banken, durfkapitaalfondsen, kapitaalmarkten, enz.)</i>	<i>Voor een fiscale analyse, zie studie van de Commissie vermeld in afdeling 5.1</i>

BELEMMERINGEN VAN *INSTITUTIONELE EN REGELGEVENDE* AARD

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Omzetten en ten uitvoer leggen van alle richtlijnen inzake financiële diensten – controleren via het scorebord van de interne markt		<i>Lidstaten Commissie</i>	<i>Zie tabel (scorebord) in hoofdstuk 4</i>
Vereenvoudigen van de administratieve formaliteiten voor het oprichten van ondernemingen (incl. de minimumkapitaalvereisten)		<i>Lidstaten Commissie (verspreiden van optimale werkwijzen)</i>	<i>Gegevens en ontwikkelingen zijn beschikbaar gekomen dankzij het benchmarking-project</i>
Durfskapitaalfondsen: nagaan of er behoefte bestaat aan communautaire wetgeving betreffende fondsen van het closed-end-type	Invoeren op basis van de ICBE-richtlijn (Richtlijn 85/611/EEG) van een Europees paspoort voor fondsen van het closed-end-type (waaronder durfskapitaalfondsen), waarmee deze fondsen zonder enige beperking in alle lidstaten middelen kunnen aantrekken en hun diensten kunnen aanbieden	<i>Commissie Raad EP Bedrijfsleven: - EFIFC - EVCA - kleine ondernemingen</i>	<i>Het ICBE-Contactcomité en vertegenwoordigers van de sector hebben op 18 november 1998 te Brussel vergaderd. Iedereen was het erover eens dat er geen behoefte bestaat aan een specifieke richtlijn ter zake</i>
Beoordelen van de tenuitvoerlegging en eventueel wijzigen van de prospectusrichtlijn om het ondernemingen makkelijker te maken grensoverschrijdend kapitaal aan te trekken (bijv. IPO's)	In dit verband zou een in één lidstaat goedgekeurd prospectus of biedingsbericht in alle lidstaten moeten kunnen worden gebruikt	<i>Commissie Raad EP Kapitaalmarkten (bevoegde autoriteiten en kleine ondernemingen)</i>	<i>Gewijzigd voorstel aangenomen door de Commissie op 9 augustus 2002</i>

BELEMMERINGEN VAN INSTITUTIONELE EN REGELGEVENDE AARD (vervolg)

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Vaststellen van prudentiële voorschriften om institutionele beleggers de mogelijkheid te bieden in durfkapitaal te beleggen	Institutionele beleggers toestaan om met inachtneming van "goede huisvader"-regels in durfkapitaal te beleggen	Lidstaten Commissie (follow-up van het Groenboek over aanvullende pensioenen)	• Twee ICBE-richtlijnen aangenomen in 2002 • Belangrijke vooruitgang in de onderhandelingen over pensioenfondsen
Beoordelen van de bestaande voorschriften op het gebied van verslaglegging en accountantscontrole	Ondernemingen toestaan geconsolideerde jaarrekeningen op te stellen om de toegang tot risicokapitaal te vergemakkelijken (voor IPO's en beursgenoteerde vennootschappen)	Lidstaten Commissie Instanties voor de jaarverslaggeving	In 2002 is een verordening aangenomen die het gebruik van internationale standaarden voor jaarrekeningen verplicht stelt
Verlagen van de kapitaalvereisten voor het oprichten van ondernemingen	De oprichting van ondernemingen vergemakkelijken	Lidstaten	Gegevens en ontwikkelingen zijn beschikbaar gekomen dankzij het benchmarking-project
Herzien van de insolventie- en faillissementswetgeving	Zonder afbreuk te doen aan de belangen van schuldeisers en consumenten, ervoor zorgen dat ondernemers die failliet zijn gegaan, een tweede kans krijgen	Lidstaten Commissie (verspreiden van optimale werkwijzen)	Er is een reeks prestatie-indicatoren en benchmarks gedefinieerd die als hulpmiddel dienen voor de lidstaten.

FISCALE BELEMMERINGEN

Thema's	Aandachtspunten	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Belastingheffing op durfkapitaal-fondsen	Dubbele belastingheffing	<i>Lidstaten</i>	<i>Er zijn reeds diverse maatregelen genomen door een aantal lidstaten (zie de studie van de Commissie waarnaar in hoofdstuk 5 wordt verwezen).</i>
Vermogenswinstbelasting	Gevolgen voor het durfkapitaal	<i>Lidstaten</i>	
Belastingregeling voor startende ondernemingen	Belastingklimaat voor startende ondernemingen	<i>Lidstaten</i>	
Belastingheffing op kapitaal met een laag risico (bijv. bankdeposito's, obligaties) in vergelijking met de belastingheffing op durfkapitaal	Stand van zaken in de lidstaten	<i>Lidstaten</i>	
Aandelenopties	Gevolgen voor de indienstneming en de prestatie van ondernemingen	<i>Lidstaten</i>	<i>De Commissie heeft eind 2001 de aanzet gegeven tot het verrichten van een studie ter zake</i>

BELEMMERING: *SCHAARSTE AAN KLEINE HIGHTECHONDERNEMINGEN*

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Stimuleren van de opzet van netwerken en "clusters" van universiteiten, onderzoekcentra, financiers, juristen, deskundigen inzake personeelsbeleid enz. en koppelen van deze netwerken en "clusters" op Europees niveau		<i>Particuliere sector Lidstaten Commissie (proefprogramma's, verspreiden van optimale werkwijzen, Vijfde kaderprogramma voor onderzoek)</i>	• <i>Het Gate2Growth-initiatief bevordert het ontstaan van netwerken van innovatieve professionals, ondernemers en financiers</i> • <i>Het forum "Biotechnologie & financiën" blijft met succes actief</i>
Ontwikkelen van op maat van kleine ondernemingen gesneden elektronische handelsmodules teneinde hen gemakkelijker toegang te verlenen tot de elektronische handel en de interne markt		<i>Particuliere sector Lidstaten Commissie (proefprojecten)</i>	<i>Op 13.3.2001 heeft de Commissie de mededeling "GoDigital" aangenomen.</i>
Oprichten van een pan-Europese club van innoverende hightech-ondernemingen	Betere verspreiding op Europees niveau van voorbeelden van succesvolle initiatieven en optimale werkwijzen: het contact met investeerders vergemakkelijken	<i>Marktpartijen (kleine ondernemingen, durfkapitaalfondsen enz.) Commissie</i>	<i>In 1999 werd de European Federation of High Tech Enterprises opgericht.</i>
Hervormen van het Europees octrooistelsel	In aansluiting op het Groenboek, vereenvoudigen van de procedures en ontwikkelen van een werkelijk Gemeenschapsoctrooi	<i>Commissie Lidstaten EP</i>	<i>Commissievoorstel aangenomen in 2000</i>

BELEMMERING: MENSELIJKE HULPBRONNEN

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Bevorderen van ondernemerschap en innovatie in de onderwijs- en opleidingstelsels		<i>Lidstaten Commissie (verspreiden van optimale werkwijzen)</i>	<i>Met de steun van de Commissie heeft de EVCA een 'toolkit' voor onderwijs in ondernemerschap ontwikkeld voor gebruik in universiteiten en instellingen voor hoger onderwijs</i>
Nagaan welke de opleidingsbehoeften zijn van beheerders van durfkapitaalfondsen, market makers en analisten van hightechondernemingen	Nagaan welke opleidingen moeten worden opgezet teneinde eventuele tekorten aan gekwalificeerd personeel op deze terreinen aan te vullen	<i>Commissie Marktpartijen</i>	• <i>De EVCA heeft opleidingsprogramma's opgezet. Er worden regelmatig cursussen aangeboden voor marktpartijen.</i> • <i>"Startkapitaalactie": deze actie zal door het EIF worden beheerd en toegespitst zijn op jonge vermogensbeheerders</i>
Onderzoek verrichten naar de voordelen van winstdelings- en werknemersaandeelhouderschaps-regelingen	De aanzet geven tot een prospectieve studie op Europees niveau	<i>Lidstaten Commissie Sociale partners</i>	<i>Op 5 juli 2002 is een mededeling betreffende de financiële participatie van werknemers aangenomen</i>

CULTURELE BELEMMERINGEN

Maatregel	Doelstelling	Verantwoordelijken/Deelnemers	Stand van zaken
Voorlichting geven over de voordelen van durfkapitaal en bevorderen van het ondernemerschap		<i>Particuliere sector Lidstaten Commissie</i>	<i>Momenteel wordt een project volgens de BEST-procedure uitgevoerd met als doel de initiatieven in Europa in kaart te brengen en te vergelijken</i>
Verspreiden van optimale werkwijzen inzake ondernemingsbestuur	Betere verspreiding van de door investeerders/beleggers gewenste werkwijzen inzake ondernemingsbestuur	<i>Particuliere sector Internationale instanties Commissie Lidstaten</i>	<i>Een op verzoek van de Commissie uitgevoerd vergelijkend onderzoek naar ondernemingsbestuur is in 2002 voltooid</i>

LIJST VAN IN HET APRK GEBRUIKTE AFKORTINGEN

AIM	Alternative Investment Market (www.londonstockexchange.com/aim)
APFD	Actieplan voor financiële diensten
BEST	Business Environment Simplification Task Force (task force voor de vereenvoudiging van het ondernemingsklimaat). In september 1997 in het leven geroepen door de Commissie.
BSPCE	Bons de Souscription des Parts et Créateurs d'Entreprises (aandeelbewijzen) (Frankrijk)
CEER	Comité van Europese effectenregelgevers
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation. Nieuwe naam: "NASDAQ-Europe" (www.nasdaqeurope.com)
ECEB	Europees comité voor het effectenbedrijf (vervangt het Comité op hoog niveau van effectentoezichthouders)
EFC	Economisch en Financieel Comité van de Gemeenschap
EHJ	Europees Hof van Justitie (www.curia.eu.int)
EIB	Europese Investeringsbank (www.eib.org)
EIF	Europees Investeringsfonds (www.eif.org)
EURO.NM	Nouveau Marché (Parijs) + Neuer Markt (Frankfurt) + Nieuwe Markt/Nouveau Marché (Brussel) + Nieuwe Markt (Amsterdam) + Nuovo Mercato (Milaan)
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association (Europese vereniging voor risicodragend kapitaal)

	(www.evca.com)
FIBV	Federation Européenne des Bourses de Valeurs/International Federation of Stock Exchanges (www.fibv.com)
GREB	Globale richtsnoeren voor het economisch beleid
IAS	International Accounting Standards (internationale standaarden voor jaarrekeningen)
ICBE	Instelling voor collectieve belegging in effecten (beleggingsfondsen)
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IT	Informatietechnologie
MKB	Midden- en kleinbedrijf
MPOO	Meerjarenprogramma voor ondernemingen en ondernemerschap van de Commissie
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation system (Verenigde Staten) (www.nasdaq.com)
O&O	Onderzoek en ontwikkeling
OTO	Onderzoek en technologische ontwikkeling
RBD	Richtlijn Beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG)
TMT	Telecommunicatie, media en technologie
US GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
VDK	Vennootschappelijk durfkapitaal

LIJST VAN IN HET APRK GEBRUIKTE TERMEN

<i>Aandelenkapitaal:</i>	Het eigen vermogen van een onderneming.
<i>Aandelenoptie:</i>	Optie die aan werknemers en/of bestuurders wordt gegeven om aandelen tegen een vaste prijs te kopen.
<i>Aanloopkapitaal:</i>	Wordt aan ondernemingen verstrekt met het oog op het ontwikkelen en op de markt brengen van producten.
<i>Business angels:</i>	Particulieren die rechtstreeks in nieuwe en snelgroeiende niet-beursgenoteerde bedrijven investeren (seed finance). In vele gevallen vergemakkelijken zij ook de financiering van de volgende fase van de levenscyclus van nieuwe bedrijven (aanloopfase). Business angels verstrekken gewoonlijk financiële middelen in ruil voor een belang in het aandelenkapitaal van de onderneming, maar kunnen ook voorzien in andere vormen van financiering op lange termijn. Dit kapitaal kan een aanvulling vormen op de door de sector van het durfkapitaal* verschaft middelen doordat in een vroeger stadium dan dat de meeste durfkapitaalfondsen bereid zijn te investeren, kleinere bedragen (meestal minder dan 150 000 EUR) worden verstrekt.
<i>Comité op hoog niveau van effectentoezichthouders:</i>	Informeel adviesgroep die in 1985 door de Commissie en de effectentoezichthouders van de EU is opgericht voor samenwerking en grensoverschrijdende aangelegenheden. Is vervangen door het Europees comité voor het effectenbedrijf (ECEB*).
<i>Corporate governance (ondernemingsbestuur en -controle):</i>	De wijze waarop organisaties, in het bijzonder vennootschappen, worden bestuurd en de bestuurders verantwoording afleggen aan de eigenaars. Het belang van dit thema is sinds het begin van de jaren negentig onafgebroken toegenomen, omdat de verstrekkers van externe financiering aan een onderneming zich ervan wilden verzekeren dat het management hun belangen niet schaadt.
<i>Corporate venturing:</i>	Verstrekking van vennootschappelijk durfkapitaal*, waarbij een grotere onderneming om strategische, financiële of maatschappelijk verantwoorde redenen een rechtstreeks

minderheidsbelang neemt in een kleinere, niet-beursgenoteerde onderneming. Deze financieringsmethode wordt hoofdzakelijk toegepast door grote ondernemingen om de externe ontwikkeling van technologieën te ondersteunen.

Durfskapitaal (Venture capital): Investerings/beleggingen in niet-beursgenoteerde ondernemingen door durfskapitaalfondsen die eigen gelden of gelden van derden beheren. Onder de term "durfskapitaal" vallen startkapitaal*, ontwikkelingskapitaal* en vervangingskapitaal*, maar niet de financiering van buy-outs*.

Durfskapitaalfondsen: Fondsen van het closed-end-type die zijn opgericht om durfskapitaal te verstrekken.

Effecten: Financiële vermogensbestanddelen, zoals onder andere aandelen, overheids- en andere obligaties, rechten van deelneming in beleggingsfondsen en rechten op geleend of gestort geld.

Effectenbeurs: Een markt waarop effecten worden gekocht en verkocht. De belangrijkste functie bestaat erin vennootschappen en nationale en lokale autoriteiten kapitaal te verschaffen door de verkoop van effecten aan beleggers.

Gereguleerde markten: Georganiseerde markten waarop kopers en verkopers volgens afgesproken regels en procedures effecten verhandelen. Markten die beantwoorden aan de voorwaarden van artikel 1, punt 13, van de Richtlijn Beleggingsdiensten*.

"Goede-huisvader"-regel: Verplichting voor beheerders van pensioenfondsen om te beleggen zoals een voorzichtige belegger dat voor zichzelf zou doen, in het bijzonder door de portefeuille op een verstandige wijze te diversifiëren, waarbij geen andere beperkingen op de diversificatie van de portefeuille gelden dan dat pensioenfondsen die pensioenregelingen in de vorm van salaris-/dienstjarensystemen (defined benefit plans) financieren, niet in soortgelijke pensioenfondsen mogen beleggen. Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Ierland, de Verenigde Staten, Canada en Australië hebben een dergelijke wetgeving.

Institutionele beleggers: Met deze term wordt vooral gerefereerd aan verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen die spaargelden aantrekken en middelen verstrekken aan de markten; hij heeft ook betrekking op andere vormen van institutioneel vermogen (bijv. fondsen uit schenkingen, stichtingen enz.).

<i>IPO:</i>	Initial Public Offering (beursgang, beursintroductie): het introduceren van een vennootschap op de beurs door het publiek uit te nodigen op haar aandelen in te schrijven.
<i>Jaarrekeningenrichtlijnen:</i>	De Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG.
<i>Kapitaalmarkt:</i>	Een markt waarop het bedrijfsleven, de nationale overheid en de lokale autoriteiten lange-termijncapitaal aantrekken. Effectenbeurzen maken deel uit van de kapitaalmarkt.
<i>Management buy-out:</i>	Financiering die wordt verstrekt om het huidige management en de investeerders/beleggers de mogelijkheid te bieden een bestaand productengamma of bedrijf te verwerven. Ook MBO genoemd.
<i>Marktkapitalisatie:</i>	De prijs van een aandeel, vermenigvuldigd met het totale aantal uitstaande aandelen. De totale marktwaarde van een vennootschap. Bij uitbreiding, de totale waarde van de vennootschappen die aan een aandelenbeurs zijn genoteerd.
<i>Ontwikkelingskapitaal:</i>	Financiering die wordt verstrekt ter bevordering van de groei en expansie van een onderneming.
<i>Particulier risicokapitaal:</i>	Tegengestelde van openbaar risicokapitaal; risicokapitaalinvestering in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dit omvat durfkapitaal en overname-investeringen.
<i>Primaire markt:</i>	Markt waarop een nieuwe emissie van effecten plaatsvindt.
<i>Prospectus:</i>	Een formeel schriftelijk aanbod tot het verkopen van effecten, waarin een plan voor een nieuw bedrijf wordt voorgesteld of dat de gegevens over een bestaand bedrijf bevat die een belegger nodig heeft om met kennis van zaken een beslissing te nemen.
<i>Prospectusrichtlijn:</i>	Richtlijn 89/298/EEG (prospectus voor openbare aanbiedingen van effecten) en/of Richtlijn 80/390/EEG (prospectus voor de toelating tot de notering aan een effectenbeurs). Deze richtlijnen zullen worden vervangen door een nieuwe richtlijn die momenteel in behandeling is (het voorstel voor een nieuwe richtlijn is door de Commissie aangenomen op 30 mei 2001).
<i>Richtlijn Beleggings-</i>	Richtlijn 93/22/EEG (RBD*). Deze richtlijn voorziet in een Europees “paspoort” voor

<i>diensten:</i>	beleggingsondernemingen (makelaars, handelaars enz.) en verleent elektronische beurzen het recht hun terminals in andere lidstaten te plaatsen.
<i>Risicokapitaalmarkten:</i>	Markten waarop een onderneming tijdens de eerste groeifasen (start*, aanloop* en ontwikkeling*) risicodragend kapitaal kan aantrekken. In het kader van deze mededeling heeft dit begrip betrekking op drie financieringswijzen: • informele investeringen/beleggingen door business angels* en ondernemingen ("Corporate Venturing"*); • durfkapitaal; • in het MKB en snelgroeiende ondernemingen gespecialiseerde effectenbeurzen.
<i>Secundaire markt:</i>	Markt waarop effecten na de eerste emissie worden gekocht en verkocht. Het bestaan van een bloeiende, liquide secundaire markt is noodzakelijk voor een gezonde primaire markt.
<i>Seed capital:</i>	Financiering ter ondersteuning van het onderzoek, de analyse en de ontwikkeling van een initieel concept.
<i>Startkapitaal (Early stage capital):</i>	Financiering van ondernemingen voor zij beginnen met commerciële productie en verkoop en voor zij winst maken. Omvat seed capital* en aanloopkapitaal*.
<i>Vervangingskapitaal:</i>	Aankoop van bestaande aandelen in een vennootschap bij een andere organisatie die durfkapitaalinvesteringen verricht, dan wel bij een of meerdere andere aandeelhouders.

o o o o o

(*) *Opgenomen in de lijst van termen of afkortingen.*