

027797/EU XXIII.GP  
Eingelangt am 21/12/07

**DE**

**DE**

**DE**



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 21.12.2007  
KOM(2007) 853 endgültig

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DEN RAT, DAS EUROPÄISCHE  
PARLAMENT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS  
UND DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Abbau von Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen von Risikokapitalfonds**

{SEK(2007) 1719}

## 1. FINANZIERUNG VON WACHSTUM UND INNOVATION

In einer sehr stark von Wettbewerb gekennzeichneten globalisierten Wirtschaft ist ein besserer Zugang innovativer kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) zu Finanzmitteln eine grundlegende Voraussetzung für mehr Wettbewerbsfähigkeit und das Erreichen der Ziele der **Lissabonner Partnerschaft für Wachstum und Beschäftigung**.

Die Beschaffung von Kapital ist die Voraussetzung für die erfolgreiche Gründung eines Unternehmens und sein späteres Wachstum. Ihre eigenen Mittel und Fremdkapital sind für **KMU in der Frühphase ihrer Entwicklung und für KMU mit einem großen Wachstumspotenzial** oft nicht ausreichend. Viele Anleger investieren aufgrund der hohen Transaktionskosten oder da die zu erwartende Rendite angesichts des bestehenden Risikos ihrer Meinung nach zu gering ist, nur ungern in derartige Unternehmen. Daher sind diese Unternehmen in der Regel an **Risiko- oder Wagniskapital**<sup>1</sup> interessiert, über das sie sich Mittel in einem Umfang beschaffen können, der ihnen den Markteinstieg und ein rascheres Wachstum ermöglicht. Risikokapitalinvestitionen machen zwar nur einen kleinen Teil der größeren Anlagenklasse der „Alternative Investments“ aus, spielen für das Wachstum innovativer Unternehmen jedoch eine zentrale Rolle.

Durch die **Fragmentierung** der Risikokapitalmärkte der EU entlang nationaler Grenzen wird das für innovative KMU in der Frühphase ihrer Entwicklung insgesamt zur Verfügung stehende Angebot an Startkapital deutlich eingeschränkt, so dass es für Risikokapitalfonds in den Mitgliedstaaten, in denen dieser Markt neu ist, schwierig ist, die **kritische Masse** zu erreichen, die für die Streuung des Portfolio-Risikos und die Deckung ihrer Kosten erforderlich ist. Die Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen könnte ihnen dabei helfen, dieses Hindernis zu überwinden, und das Startkapitalangebot insgesamt vergrößern.

In ihrer im Juni 2006 vorgelegten Mitteilung „Die Finanzierung des Wachstums von KMU – Der besondere Beitrag Europas“<sup>2</sup> hat die Kommission verschiedene Maßnahmen dargestellt, mit denen innovativen KMU, vor allem in der Frühphase ihrer Entwicklung, auf EU- und auf nationaler Ebene der **Zugang zu Finanzmitteln erleichtert** werden kann. Die Erleichterung grenzüberschreitender Risikokapitalinvestitionen war eines der Hauptziele der Kommission, die dementsprechend Maßnahmen zum Abbau der diesbezüglichen steuerlichen und regulatorischen Hindernisse angemahnt hat.

Zur Überwachung der Entwicklung von Risikokapitalfinanzierungen und Innovation forderte der Rat (Wirtschaft und Finanzen) die Mitgliedstaaten im Oktober 2006 auf, über ihr jeweiliges nationales Umfeld im Rahmen von **nationalen Reformprogrammen** Bericht zu erstatten; gleichzeitig bat er die Kommission, die Bedingungen für Risikokapitalinvestitionen in der Frühphase von Unternehmen weiter zu untersuchen.

Des Weiteren forderte der Rat (Wettbewerbsfähigkeit) im Dezember 2006 die **Kommission** auf, über Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen von Risikokapitalfonds **Bericht zu erstatten**.

---

<sup>1</sup> S. Glossar im Anhang.

<sup>2</sup> KOM(2006) 349 vom 29.6.2006.

Im Zuge der Ausarbeitung dieser Mitteilung hat die Kommission sowohl die Mitgliedstaaten als auch die Marktteilnehmer gehört. In dem beigefügten **Bericht** „*Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*“ (Abbau von Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen von Risikokapitalfonds), der im März 2007 von **einer Expertengruppe** vorgelegt wurde, werden die einschlägigen Hindernisse untersucht und Lösungen für eine grenzüberschreitende Investitionstätigkeit von Risikokapitalfonds in Europa skizziert.

## **2. WELCHE ROLLE SPIELT RISIKOKAPITAL FÜR INNOVATIVE KMU?**

### **2.1. Das wirtschaftliche Potenzial von Risikokapital**

Obwohl sie die Wettbewerbsfähigkeit Europas positiv beeinflussen, stehen **innovative KMU** vor erheblichen Problemen, wenn sie sich die für ihre Gründung, ihr Wachstum und ihre Wettbewerbsfähigkeit auf globalen Märkten erforderlichen Finanzmittel beschaffen wollen. Ein besserer Zugang zu Risikokapital würde es ihnen ermöglichen, Technologien besser zu nutzen und im globalen Wettbewerb zu bestehen.

Innovative KMU machen zwar nur einen relativ kleinen Teil aller KMU aus, besitzen aber ein großes volkswirtschaftliches Potenzial zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zur Entwicklung neuer Technologien. Studien zeigen, dass auch Risikokapital einen beträchtlichen Beitrag zur **Schaffung von Arbeitsplätzen** leistet. Einer aktuellen Studie<sup>3</sup> zufolge haben EU-Unternehmen, in die privates Risiko- oder sonstiges Beteiligungskapital investiert wurde, in den Jahren 2000-2004 eine Million neuer Arbeitsplätze geschaffen; mehr als 60 % dieser Arbeitsplätze entstanden in Unternehmen, in die Risikokapital investiert wurde, und die Beschäftigung in diesen Unternehmen stieg um 30 % pro Jahr.

Außerdem geben innovative wachstumsorientierte Unternehmen, die Risikokapital erhalten haben, im Durchschnitt 45 % ihrer Gesamtaufwendungen für **F&E** aus. Dies entspricht jährlich 3,4 Mio. EUR je Unternehmen oder 50 500 EUR je Beschäftigten und ist damit sechs Mal so viel wie im Fall der 500 Unternehmen der EU-25, die am meisten für F&E ausgeben<sup>4</sup>.

Ökonometrische Studien haben auch eine positive Wirkung auf das **Wirtschaftswachstum** erkennen lassen. In einer aktuellen Studie<sup>4</sup> wurde geschätzt, dass eine Zunahme der Investitionen im Risikokapitalsegment um 0,1 % des BIP zu einem um bis zu einen Prozentpunkt höheren realen Wirtschaftswachstum beitragen würde.

Zudem wächst die Bedeutung von Risikokapital für die **ökologische Nachhaltigkeit** (2006 wurden 1,25 Mrd. EUR aufgebracht)<sup>5</sup>. Auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Risikokapitalfonds investieren 1-5 Mio. EUR, wobei ihr Schwerpunkt auf Frühphaseninvestitionen und Investitionen in erneuerbare Energien und umweltfreundliche Technologien liegt.

---

<sup>3</sup> „Employment Contribution of PE and VC in Europe“, Veröffentlichung der EVCA, Oktober 2005.

<sup>4</sup> „Venture Capital in Europa: Mehr Pep für Europas Wirtschaft“, T. Meyer, Deutsche Bank Research, Okt. 2006.

<sup>5</sup> „Venture Capital for Sustainability 2007“, Eurosif, 2007.

## 2.2. Trends und Herausforderungen der letzten Zeit

Während das Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 zunächst eine rückläufige Entwicklung nach sich zog, hat die Aktivität der europäischen Risikokapitalbranche seit 2004 wieder zugenommen und 2006 ein sehr hohes Niveau erreicht<sup>6</sup>: Von den insgesamt **aufgebrachten** 112 Mrd. EUR flossen 17 Mrd. EUR in das Risikokapitalsegment, das waren 60 % mehr als 2005. Von den gesamten Beteiligungskapital**investitionen** in Höhe von 71 Mrd. EUR entfielen 17,2 Mrd. EUR auf Risikokapitalinvestitionen, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 36 % entsprach.

Die Zahlen für 2006 lassen zwar eine erhebliche Zunahme der Seed-Kapital-Investitionen erkennen, doch wird Risikokapital nach wie vor hauptsächlich zur Expansionsfinanzierung bereitgestellt. Die größte Herausforderung besteht daher in der Schaffung von Rahmenbedingungen, die es ermöglichen, die **Seed-Kapital-Investitionen** trotz des zyklischen Charakters von Risikokapitalinvestitionen auf einem hohen Niveau zu halten.

Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass das Wachstumspotenzial durch den **geringen Umfang** der einzelnen Risikokapitaltransaktionen gehemmt wird. So haben Frühphaseninvestitionen in Europa im Durchschnitt einen Umfang von nur 0,4 Mio. EUR je Transaktion, in den USA dagegen von 2,2 Mio. EUR.

Hinzu kommt, dass Investitionen in neu gegründete Unternehmen, die im Bereich **umweltfreundliche Technologien** tätig sind, in Europa zwar zunehmen, sich in den USA in den letzten beiden Jahren aber mehr als verdoppelt haben, so dass ihr Volumen dort jetzt mehr als vier Mal so hoch ist wie in der EU. Für Europa geht es darum, rentable Investitionen in umweltfreundliche Technologien zu ermöglichen, um deren Ausweitung zu unterstützen<sup>7</sup>.

## 3. DIE FRAGMENTIERUNG DES MARKTES BEHINDERT DIE ENTWICKLUNG DER RISIKOKAPITALBRANCHE

Das Potenzial der Risikokapitalmärkte in der EU wird derzeit nicht voll genutzt, und die Märkte stellen innovativen KMU in einem frühen Wachstumsstadium nicht genügend Kapital zur Verfügung. Das Fehlen einer Kultur von Beteiligungskapitalinvestitionen, Informationsprobleme, ein fragmentierter Markt und hohe Kosten gehören zu den Hauptgründen für dieses **Marktversagen**.

**Der Entwicklungsstand** der Risikokapitalmärkte **ist unterschiedlich**. In den größeren Mitgliedstaaten, die über reifere Märkte verfügen, sind **branchenspezifische Fonds** immer häufiger anzutreffen. Sie würden von einer Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen und der Mittelbeschaffung im Binnenmarkt profitieren. Auf Märkten, die sich im Anfangsstadium ihrer Entwicklung befinden, kommt die Katalysatorfunktion von **länderspezifischen Fonds** mit öffentlichen Investoren dem Marktwachstum zugute. Doch ist es für Risikokapitalfonds auf kleineren oder gerade erst im Entstehen befindlichen Risikokapitalmärkten schwierig, zu expandieren, zu wachsen, sich zu spezialisieren und die **kritische Transaktionsmasse** zu erreichen.

---

<sup>6</sup> „Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity“, EVCA-Jahrbuch 2007.

<sup>7</sup> Die Mittel des Rahmenprogramms der Gemeinschaft für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation sind zu einem beträchtlichen Teil für die Unterstützung von öko-innovativen KMU bestimmt.

Des Weiteren führt eine **unterschiedliche nationale Politik** zu einer beträchtlichen Marktfragmentierung, die **sowohl die Mittelbeschaffung als auch die Investitionen** in der EU **beeinträchtigt**. Die Zulassung und Beaufsichtigung von Risikokapitalfonds und ihrer Verwaltung erfolgt entsprechend nationalen Bedürfnissen. Fonds, die in ihr Portefeuille normalerweise auch grenzüberschreitende Investitionen aufnehmen würden, werden durch praktische und rechtliche Hürden daran gehindert.

Auf einem fragmentierten Risikokapitalmarkt, auf dem die **Rahmenbedingungen** für die Fondstätigkeit **in derzeit 27 Ländern unterschiedlich** sind, wird die Fondstrukturierung über mehrere Grenzen hinweg zunehmend komplex, so dass kleinere Fonds in der Regel auf eine Tätigkeit außerhalb ihrer nationalen Grenzen verzichten.

#### **4. BESSERE BEDINGUNGEN FÜR RISIKOKAPITAL**

##### **4.1. Schaffung geeigneter Rahmenbedingungen**

Wie in der Mitteilung über eine breit angelegte Innovationsstrategie<sup>8</sup> dargestellt wurde, beeinträchtigen unzulängliche Rahmenbedingungen und die im Binnenmarkt noch bestehenden Hindernisse, zu denen auch das Fehlen eines Risikokapitalmarktes gehört, die Kapitalmobilität; außerdem hindern sie Unternehmen daran, die Größenordnung zu erreichen, die erforderlich wäre, damit sie von ihren Investitionen wirklich profitieren können, und sie blockieren die Innovationsfähigkeit der EU.

Der Staat kann durch seine Politik Anreize für die Risikokapitalbranche schaffen und Investitionen in innovative KMU fördern. Vor allem eine **Kofinanzierung** seitens **des öffentlichen Sektors** kann dazu beitragen, dass das unzureichende Seed-Kapital-Angebot wächst, dass die Eigenkapitallücke kleiner wird und dass sich der Risikokapitalmarkt entwickelt; dabei ist dem unterschiedlichen Entwicklungsstand der Risikokapitalmärkte in den einzelnen Mitgliedstaaten Rechnung zu tragen.

Zielgerichtete bereichsübergreifende staatliche Beihilfen können private Investitionen ebenfalls fördern. Der neue Gemeinschaftsrahmen für staatliche Beihilfen für Forschung, Entwicklung und Innovation<sup>9</sup> sieht vor, dass KMU im ersten Jahr ihres Bestehens **staatliche Beihilfen für junge innovative Unternehmen** gewährt werden können, die es ihnen ermöglichen, ihre auf eine unzureichende Mittelausstattung zurückzuführenden anfänglichen Liquiditätsengpässe zu überwinden und zu wachsen. Des Weiteren sehen die neuen Leitlinien der Gemeinschaft für **staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikokapitalinvestitionen** in KMU<sup>10</sup> ein vereinfachtes Beurteilungsverfahren vor, zu dessen Merkmalen eine höhere Investitionsobergrenze von 1,5 Mio. EUR je KMU und je 12-Monatszeitraum gehört; bei Beträgen unterhalb dieses Wertes geht die Kommission davon aus, dass ein Marktversagen vorliegt.

Ein weiterer zentraler Aspekt jeder Risikokapitalinvestition ist die Exitstrategie – sie bestimmt, zu welchem Zeitpunkt der Risikokapitalinvestor seine Beteiligung veräußern kann, so dass Mittel für neue Investitionen zur Verfügung stehen. Damit Risikokapitalinvestitionen zunehmen, sind somit in der EU auch **liquide Exitmärkte** erforderlich, und zwar

---

<sup>8</sup> KOM(2006) 502 vom 13.9.2006.

<sup>9</sup> ABl. C 323 vom 30.12.2006, S. 1-26.

<sup>10</sup> ABl. C 194 vom 18.8.2006, S. 2-22.

insbesondere Wachstumsbörsen, die Liquidität bereitstellen und in Bezug auf Beratungsdienste die kritische Masse erreichen können.

Die Risikokapitalbranche ist zwar in vielerlei Hinsicht lokal ausgerichtet, denn sie benötigt enge Beziehungen zwischen Risikokapitalfonds und Unternehmern, gleichzeitig hat sie aber durch den Wettbewerb um Finanzmittel und Investitionsmöglichkeiten auch eine globale Komponente. Die Risikokapitalbranche blüht in der Nähe von Clustern und Universitäten, die neue Ideen und Unternehmer hervorbringen. Die europäische Innovationspolitik misst der **Unterstützung von Clustern** und ihrer Zusammenarbeit besondere Bedeutung bei; die so entstehenden Investitionsmöglichkeiten kommen auch der Risikokapitalbranche und ihrer langfristigen Lebensfähigkeit zugute.

#### **4.2. Maßnahmen der Gemeinschaft zur Unterstützung der Innovationsfinanzierung**

Die folgenden Gemeinschaftsprogramme konzentrieren sich bei der Förderung von Innovation und unternehmerischer Initiative auf die erneuerte Lissabonner Strategie für Wachstum und Beschäftigung:

Aus dem **Siebten Rahmenprogramm** (RP7) soll die Verbundforschung in Europa im Zeitraum 2007-2013 mit über 53 Mrd. EUR gefördert werden, wovon 1,3 Mrd. EUR für innovative Lösungen zur Externalisierung der F&E von KMU bestimmt sind. Für das gemeinsame Programm Eurostars, aus dem forschungsintensive KMU gefördert werden sollen, dürften in den Jahren 2008-2013 öffentliche Gelder in Höhe von weiteren 0,4 Mrd. EUR bereitgestellt werden.

Im **Rahmenprogramm für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation** (CIP), das u. a. der kommerziellen Nutzung innovativer Ideen dient und auf den Erfahrungen der Vergangenheit aufbaut, sind für den Zeitraum 2007-2013 1,1 Mrd. EUR für die Verbesserung des Zugangs der KMU zu Finanzmitteln vorgesehen. Durch die neue Fazilität für wachstumsintensive und innovative KMU soll das Eigenkapitalangebot für innovative KMU vergrößert werden; zu diesem Zweck wird zu Marktbedingungen in Risikokapitalfonds investiert, die auf KMU in der Frühphase ihrer Entwicklung oder in der Expansionsphase spezialisiert sind.

Ergänzende Instrumente stehen im Rahmen von **JEREMIE** (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) zur Verfügung, einer gemeinsamen Initiative der Kommission und des Europäischen Investitionsfonds, mit der KMU in bestimmten Regionen der Zugang zu Risikokapital erleichtert werden soll. JEREMIE ermöglicht es Mitgliedstaaten, die dies wünschen, einen Teil ihrer Strukturfondsmittel für die Entwicklung von verschiedenen Formen von Risikokapital und Finanzinstrumenten zu verwenden, die speziell für die KMU-Förderung bestimmt sind.

Ein kohärentes Vorgehen und vorbildliche Lösungen spielen für die Entwicklung der Risikokapitalmärkte auf EU- und auf nationaler Ebene eine große Rolle. Die Kommission wird den **Austausch vorbildlicher Lösungen** auf allen Ebenen, d. h. von der nationalen Ebene bis zur Ebene der Regionen und einzelner Wirtschaftszweige, fördern und zu diesem Zweck Innovationsplattformen und -netze unterstützen.

## 5. EINE STRATEGIE ZUR VERBESSERUNG DER BEDINGUNGEN FÜR GRENZÜBERSCHREITENDE INVESTITIONEN

Maßnahmen zur direkten Unterstützung der Innovationsfinanzierung werden jedoch nicht ausreichen, damit die kritische Masse erreicht und die Herausforderungen der wirtschaftlichen Globalisierung gemeistert werden. Öffentlich-private Partnerschaften und Anreize des öffentlichen Sektors können zwar zur Beseitigung der Eigenkapitallücke beitragen, langfristig werden jedoch nur **verstärkte Investitionen privater Investoren** eine Lösung darstellen. Zu diesem Zweck müssen die Kommission und die Mitgliedstaaten die Rahmenbedingungen für Risikokapitalfonds, und das heißt auch die Rahmenbedingungen für grenzüberschreitende Investitionen, verbessern.

### 5.1. Die Bedeutung des freien Kapitalverkehrs

Die Freiheit des Kapitalverkehrs ist eine der im EG-Vertrag festgeschriebenen Grundfreiheiten und das wichtigste Instrument zur Verwirklichung der finanziellen Integration. Durch eine effiziente Kapitalallokation, die langfristig die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit erhöht, wirkt sich ein **integrierter Finanzmarkt** positiv auf die europäische Wirtschaft aus. Ein gut funktionierender Risikokapitalmarkt ist, vor allem wenn es um das Ziel eines innovativeren und wettbewerbsfähigeren Europas geht, ein wichtiger Teil dieses Finanzmarktes.

Deshalb sollte gewährleistet sein, dass die Risikokapitalmärkte und die grenzüberschreitend tätigen Risikokapitalfonds sich darüber im Klaren sind, dass der freie Kapitalverkehr von der Europäischen Kommission durchgesetzt und überwacht wird.

### 5.2. Verbesserung der Bedingungen für die Mittelbeschaffung

Der Risikokapitalmarkt bietet **institutionellen Anlegern** wie Banken, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften die Möglichkeit zur Portfolio-Diversifizierung und zur Wahl unterschiedlicher Risiko-Rendite-Profile. In einigen Mitgliedstaaten dürfen Pensionsfonds gar nicht in Risikokapitalfonds investieren oder nur mit quantitativen und geografischen Beschränkungen. Wenn dies der Fall ist, fehlt dem Risikokapitalmarkt eine potenzielle Kapitalquelle. Die Umsetzung der Richtlinie 2003/41/EG<sup>11</sup> in nationales Recht soll es Pensionsfonds zur betrieblichen Altersversorgung in der EU ermöglichen, eine auf dem **Vorsichtsgrundsatz** basierende professionelle Entscheidung darüber zu treffen, inwieweit sie Risikokapital in ihr Portefeuille aufnehmen wollen. Die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, die Anwendung des Vorsichtsgrundsatzes auch auf andere Arten von Pensionsfonds und institutionellen Anlegern auszudehnen.

---

<sup>11</sup> ABl. L 235 vom 23.9.2003.



Ein weiteres Hindernis für grenzüberschreitende Investitionen ist das **Fehlen eines europäischen Systems für Privatplatzierungen**. Die Folge sind höhere organisatorische Kosten der Mittelbeschaffung (vor allem Rechts- und Beratungskosten, die von den Investoren getragen werden), was sich negativ auf die Renditen und die Attraktivität der Mittelbeschaffung auswirkt. Die Privatplatzierung ist ein spezielles Verfahren, bei dem Anlageprodukte direkt an institutionelle Anleger verkauft werden. Durch die nationalen Privatplatzierungssysteme wird versucht, ein Großteil der Beschränkungen zu verringern, die – wie bei einer Börseneinführung - im Fall des Angebots eines Fonds für die breite Öffentlichkeit gelten würden. Zwischen den nationalen Privatplatzierungssystemen bestehen derzeit beträchtliche Unterschiede; ein einheitliches derartiges System würde es den Fondsverwaltern ermöglichen, sich EU-weit direkt an erfahrene Investoren zu wenden und ihre Geschäftigkeit auszuweiten, ohne dem Aspekt des Privatanlegerschutzes Rechnung tragen zu müssen.

Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente<sup>12</sup> enthält Bestimmungen, mit denen grenzüberschreitende Transaktionen mit Anteilen an Risikokapitalfonds zwischen erfahrenen Akteuren erleichtert werden sollen. Zur Erleichterung von grenzüberschreitenden Transaktionen mit privatem Beteiligungskapital zwischen Fondsverwaltern, Intermediären und erfahrenen Investoren könnte noch mehr getan werden.

Die Kommission untersucht derzeit die nationalen Rahmenbedingungen für die Tätigkeit nichtharmonisierter Fonds, einschließlich Risikokapitalfonds, sowie die Hindernisse für grenzüberschreitende Privatplatzierungen und wird im ersten Halbjahr 2008 über die Möglichkeiten für die Einführung eines europäischen Systems für Privatplatzierungen Bericht erstatten.

### 5.3. Verbesserung des Rechtsrahmens

Ein besserer Rechtsrahmen würde zu einer Senkung der operationellen Kosten und des operationellen Risikos, höheren Renditen, einer Ausweitung von Risikokapitalangebot und -nachfrage und **effizienteren Risikokapitalmärkten** führen. Dies käme allen Mitgliedstaaten zugute, denn das Risikokapital würde dann den Unternehmen zufließen, die es wirklich brauchen, und den Unternehmen mit dem größten Wachstums- und Entwicklungspotenzial.

Der Abbau administrativer Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen würde es selbst kleineren Fonds - und Fonds in kleineren Ländern - erleichtern, ihren **geografischen Tätigkeitsbereich auszudehnen**, ihre Effizienz zu steigern, Größenvorteile zu erzielen, die Renditen zu erhöhen, sich zu spezialisieren und ihr Portefeuille zu diversifizieren.

Es ist wichtig, dass jeder Mitgliedstaat tätig wird, um die Einrichtung und die Investitionen von Risikokapitalfonds zu erleichtern. Die Kommission erkennt an, dass die entsprechenden Lösungen und Vorschriften den nationalen Gegebenheiten Rechnung tragen müssen. Die zuständigen Behörden sollten vor Ort alle Angebots- und Nachfragefaktoren ermitteln, die möglicherweise zu der Eigenkapitallücke beitragen, und feststellen, welche rechtlichen Maßnahmen zur Verbesserung der Situation erforderlich sind.

---

<sup>12</sup> Richtlinie 2004/39/EG; ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

Die Mitgliedstaaten werden aufgefordert, ihre Vorschriften im Hinblick darauf zu **überprüfen**, inwieweit Risikokapitalinvestitionen nicht nur national, sondern auch grenzüberschreitend möglich sind.

In Mitgliedstaaten, in denen Risikokapitalstrukturen nicht offiziell geregelt sind, sollten **alle** diesbezüglichen **neuen Vorschriften** grenzüberschreitende Transaktionen ermöglichen.

#### 5.4. Abbau von Steuerhindernissen

Neben den rechtlichen Rahmenbedingungen sind auch Steuerfragen von größter Bedeutung. Um sicherzustellen, dass grenzüberschreitende Risikokapitalinvestitionen nicht behindert werden, sollten die Fonds so strukturiert sein, dass sie den individuellen rechtlichen und steuerlichen Bedürfnissen der Anleger entsprechen.

Derzeit können EU-weit Fonds **unterschiedlichster Rechtsformen** eingerichtet werden, mit vielfältigen Regelungen und Strukturen, deren Zusammenwirken zu Doppelbesteuerung ohne Ausgleich führen kann. Die Mitgliedstaaten lassen sich dabei grob in drei Kategorien einteilen:

i) Mitgliedstaaten mit einem gut entwickelten Risikokapitalmarkt, die spezifische, auf in- und ausländische Risikokapitalgeber abgestellte Strukturen auf der Grundlage von steuerlicher Transparenz<sup>13</sup> oder Steuerbefreiung anbieten, wie etwa Kommanditgesellschaften (Limited Partnerships).

ii) Mitgliedstaaten mit spezifischen Risikokapitalstrukturen, zu denen auch einige steuerbefreite (steuerlich transparente) Strukturen gehören. Diese Strukturen sind jedoch zu komplex und/oder zu restriktiv und werden daher in der Praxis nicht angewandt.

iii) Mitgliedstaaten ohne spezifische Regeln oder Vorschriften und ohne geeignete Struktur; Investitionen sind nur über ein Offshore-Instrument bzw. einen zwischengeschalteten Anlageorganismus möglich oder durch Nutzung einer vorhandenen Unternehmensstruktur (Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommanditgesellschaft, „Qualified Investment Company“ sowie eine Art geschlossener Strukturen für gemeinsame Anlagen, Aktiengesellschaft, lokale Unternehmensstrukturen oder parallele Investitionsstrukturen).

Eine umfassende Anhörung<sup>14</sup> der Risikokapitalbranche und der Mitgliedstaaten hat ergeben, dass die derzeit in Europa vorhandenen Risikokapitalstrukturen nicht den Ansprüchen aller Arten ausländischer Investoren aus EU-Ländern und Drittländern gerecht werden können.

Daher gilt es komplexe Fondsstrukturen mit parallelen Instrumenten zu schaffen, um die Steuernachteile für grenzüberschreitende Investitionen zu minimieren. Die hohen Transaktionskosten, die bei der Errichtung der Struktur<sup>15</sup> und ihrer laufenden Verwaltung anfallen, tragen zusammen mit der bestehenden Rechtsunsicherheit dazu bei, dass Risikokapitalfonds von grenzüberschreitenden Investitionen abgeschreckt werden.

---

<sup>13</sup> Steuerliche Transparenz bedeutet, dass Einkünfte und Kapitalerträge nicht grundsätzlich auf der Ebene des Fonds in dem Land steuerpflichtig sind, in dem der Fonds ansässig ist.

<sup>14</sup> Siehe beigefügten Bericht der Expertengruppe vom März 2007.

<sup>15</sup> Gebühren von insgesamt bis zu 1 % der Einlagen eines Limited Partner über die 10-jährige Laufzeit eines Fonds.

Das Nordic Innovation Centre<sup>16</sup> hat einige Lösungen zur Verbesserung der Bedingungen für den Risikokapitalmarkt der nordischen Länder vorgeschlagen: Als Kommanditgesellschaften eingerichtete Fonds sollten steuerlich transparent sein; die Fondsverwaltungsgesellschaft sollte nicht zur Mehrwertsteuer veranlagt und ausländische Fonds sollten nicht besteuert werden. Ein solcher Ansatz könnte Wettbewerbsvorteile bringen und würde die Region innerhalb des europäischen Risikokapitalmarktes stärken.

Die Kommission hat bereits mehrere Initiativen im Bereich der direkten Steuern eingeleitet, durch die das Funktionieren des Binnenmarktes verbessert werden soll. Wie die Kommission bereits zuvor im Zusammenhang mit der Umsetzung des Risikokapital-Aktionsplans<sup>17</sup> angeregt hat, können die nationalen regulatorischen Rahmenbedingungen noch weiter verbessert werden, und die wirtschaftliche und rechtliche **Doppelbesteuerung** grenzüberschreitender Risikokapitaltransaktionen sollte **beseitigt** werden.

Die Kommission hat eine Expertengruppe aus Regierungs- und privaten Sachverständigen aus den Mitgliedstaaten eingesetzt, die **Fälle von Doppelbesteuerung und andere Hindernisse im Bereich der direkten Steuern**, die grenzüberschreitenden Risikokapitalinvestitionen in der EU entgegenstehen, **ermitteln** und technische Möglichkeiten zu ihrer Überwindung prüfen und erörtern soll. Die Expertengruppe wird Ende 2008 Bericht erstatten.

### 5.5. Fortschritte bei der gegenseitigen Anerkennung

Die Kommission ist überzeugt, dass die Hindernisse für die grenzüberschreitende Beschaffung und Investition von Risikokapital abgebaut und die Vorteile des Binnenmarktes besser genutzt werden könnten, wenn Risikokapitalstrukturen, die in einigen Mitgliedstaaten gut funktionieren, zusammen mit den für ausländische Anleger geeigneten Strukturen **von anderen Ländern übernommen und anerkannt** würden. Hierfür wären in der Praxis einige regulatorische Veränderungen erforderlich, für deren Umsetzung sowohl auf nationaler Ebene als auch seitens der Risikokapitalbranche Engagement gefragt wäre.

Optimal wäre es, wenn eine einheitliche Struktur für Risikokapitalfonds eingeführt werden könnte, mit der für die Anleger aller Fonds in der gesamten EU gleiche Bedingungen geschaffen würden. Diese Lösung würde nicht ausschließen, dass für Fonds auf nationaler und lokaler Ebene nationale Strukturen angewandt werden könnten. Dies dürfte jedoch aufgrund der Komplexität der abweichenden steuerlichen Behandlung von Kapitalanlegern aus verschiedenen Ländern kurzfristig nicht zu erreichen sein.

Angesichts der Komplexität dieser Problematik, die die Rechts- und Steuervorschriften der Mitgliedstaaten berührt, spricht sich die Kommission dafür aus, verstärkt auf eine **Verständigung** über die wesentlichen Merkmale von Risikokapitalfonds und ihren Anlegern hinzuarbeiten. Auf dieser Grundlage wäre die **gegenseitige Anerkennung der bestehenden nationalen Rahmenvorschriften** ein Schritt nach vorn. Auf einem fragmentierten Risikokapitalmarkt ist dies **kurzfristig** der pragmatischste Lösungsansatz.

---

<sup>16</sup> „Obstacles to Nordic Venture Capital Funds“, Nordic Innovation Centre, September 2007.

<sup>17</sup> KOM(2003) 654 vom 4.11.2003.

Damit ein tragfähiger und effizienter Risikokapitalmarkt entstehen kann, werden die Mitgliedstaaten aufgefordert, bei der Überprüfung bestehender oder der Einführung neuer Rechtsvorschriften die folgenden, bewährter Praxis entsprechenden Kriterien<sup>18</sup> anzuwenden:

- **Gegenseitige Anerkennung von Risikokapitalfonds:** ein Risikokapitalfonds bräuchte nur in seinem Herkunftsland eingerichtet werden. Er würde in anderen Mitgliedstaaten als gleichwertig mit inländischen Risikokapitalfonds anerkannt und müsste nicht in jedem Land gesondert eingerichtet werden. Die nationalen Behörden könnten anerkennen, dass in einem anderen Mitgliedstaat domizilierte Fonds, die auf ihrem Markt operieren, bereits den regulatorischen Vorschriften ihres Herkunftslandes unterliegen.
- Wenn der den Rechtsvorschriften seines Herkunftslandes unterliegende **Fondsverwalter** auch in dem Land, in dem die Investitionen getätigt werden, direkt operieren könnte, ohne dort „ansässig“ zu sein, würden sich Betriebskosten und Zeitaufwand verringern.

Die Kommission ist sich dessen bewusst, dass die vorgeschlagene Lösung ein **für alle Seiten akzeptables Maß an Aufsicht und Transparenz** beinhaltet. Auf dieser Grundlage könnten die zuständigen nationalen Behörden anerkennen, dass Risikokapitalfonds aus anderen Mitgliedstaaten ähnlichen Vorschriften unterliegen, und für die **Zusammenarbeit und Vergleichbarkeit der Aufsicht** innerhalb der vorhandenen Kooperationsstrukturen sorgen.

Risikokapitalfonds und ihren Verwaltungsgesellschaften wird dringend empfohlen, sich in Theorie und Praxis an den Weltklassestandards der Risikokapitalbranche auszurichten. Wie auch bei anderen Verträgen können sich Unternehmen, in die investiert wird, in Streitfällen auf das anwendbare Recht berufen.

---

<sup>18</sup> Siehe beigefügten Bericht der Expertengruppe vom März 2007.

## 6. SCHLUSSFOLGERUNGEN

### 6.1. Nächste Schritte und Empfehlungen

Zur Verbesserung der Mittelbeschaffung und der grenzüberschreitenden Investitionstätigkeit **wird die Kommission:**

- nationale Ansätze und Hemmnisse für grenzüberschreitende Privatplatzierungen analysieren. Ein Bericht über die Möglichkeit der Einführung eines europäischen Systems für Privatplatzierungen wird in der ersten Jahreshälfte 2008 vorgelegt werden;
- zusammen mit Experten aus den Mitgliedstaaten Fälle von Doppelbesteuerung und andere Hindernisse im Bereich der direkten Steuern, die grenzüberschreitenden Risikokapitalinvestitionen in der EU entgegenstehen, ermitteln; die Expertengruppe wird Ende 2008 Bericht erstatten.
- Auf der Grundlage dieser Berichte wird die Kommission die Möglichkeiten zur Festlegung gemeinsamer Kriterien untersuchen, um so einem EU-weiten Rechtsrahmen für Risikokapital näherzukommen. Die Kommission wird ferner prüfen, wie die Mitgliedstaaten bei der gegenseitigen Anerkennung unterstützt werden könnten.

Um der Marktfragmentierung entgegenzuwirken und die Bedingungen für die Beschaffung und Investition von Risikokapital zu verbessern, **fordert die Kommission die Mitgliedstaaten auf:**

- soweit dies nicht bereits der Fall ist, den *Vorsichtsgrundsatz* auf andere Arten *internationaler Investoren*, einschließlich Pensionsfonds, *auszudehnen*;
- eine *Verständigung* über die Merkmale von Risikokapitalfonds und qualifizierten Anlegern herbeizuführen und eine *gegenseitige Anerkennung der nationalen Rechtsrahmen* in Betracht zu ziehen;
- *regulatorische und steuerliche Hindernisse* durch Überprüfung der bestehenden Vorschriften oder Einführung neuer Rechtsvorschriften *abzubauen*. Allen Risikokapitalfonds, einschließlich kleinerer Spezialfonds, soll die Gelegenheit zur Spezialisierung und Diversifizierung gegeben werden. Ziel ist, dass Fonds und Verwaltungsgesellschaften unter den gleichen Bedingungen im Ausland investieren können wie in ihrem eigenen Land. Dies setzt voraus, dass es keine gesonderte Registrierung gibt;
- *Zusammenarbeit und ein für alle Seiten akzeptables Maß an Aufsicht und Transparenz* zu ermöglichen;
- die Entwicklung *wettbewerbsfähiger Cluster* voranzutreiben und *liquide Exitmärkte* zu fördern.

### 6.2. Ein partnerschaftlicher Ansatz

Eine **enge Zusammenarbeit** zwischen den Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und der Risikokapitalbranche ist von grundlegender Bedeutung, damit diese Empfehlungen

umgesetzt und Fortschritte auf dem Weg zu einem europäischen Risikokapitalmarkt erzielt werden können.

Die Kommission wird die Entwicklung der Risikokapitalmärkte, über die in den **nationalen Reformprogrammen** Bericht erstattet wird, auch künftig verfolgen.

Die Kommission wird weiter auf einen einheitlicheren Risikokapitalmarkt hinarbeiten, der innovativen KMU zu einem besseren Zugang zu Finanzmitteln verhilft, und im Jahr 2009 erneut über diese Thematik Bericht erstatten.